



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Stanovení hodnoty podniku v odvětví strojírenství

Company valuation in the engineering sector

Student: Bc. Aneta Bijoková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Petr Gurný

Ostrava 2011

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Aneta Bijoková**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Specializace: 00 Finance

Téma: **Stanovení hodnoty podniku v odvětví strojírenství**  
**Company valuation in the engineering sector**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Přístupy a metodika oceňování podniku
  3. Finanční a strategická analýza podniku
  4. Ocenění podniku vybranými metodami
  5. Zhodnocení dosažených výsledků
  6. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 80-86929-31-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Petr Gurný**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci i přílohu 3 až 14 vypracovala samostatně. Přílohy 1 a 2 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

V Ostravě.....

.....

podpis

# OBSAH

1	Úvod .....	2
2	Přístupy a metodika oceňovaného podniku .....	4
2.1	Podnik .....	4
2.2	Hodnota podniku .....	5
2.3	Důvody ocenění podniku .....	8
2.4	Postup oceňování podniku .....	8
2.4.1	Sběr vstupních dat a analýza dat .....	9
2.4.2	Strategická analýza .....	9
2.4.3	Finanční analýza .....	12
2.4.4	SWOT analýza .....	24
2.4.5	Finanční plán .....	24
2.5	Metody oceňování .....	25
2.5.1	Výnosové metody .....	27
2.5.2	Metoda kapitalizovaných výnosů .....	29
2.5.3	Majetkové metody .....	29
2.5.4	Komparativní metody .....	31
2.5.5	Kombinované metody .....	31
2.5.6	Fázové metody .....	32
2.6	Stanovení volných peněžních toků .....	34
2.7	Náklady kapitálu .....	35
2.8	Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	40
2.9	Analýza citlivosti .....	43
3	Finanční a strategická analýza strojírenského podniku .....	46
3.1	Charakteristika strojírenského podniku .....	46
3.1.1	Historie podniku .....	46
3.1.2	Základní údaje o podniku .....	47
3.2	Strategická analýza .....	48
3.2.1	Vnější potenciál .....	48
3.2.2	Vnitřní potenciál .....	58
3.2.3	Prognóza tržeb .....	59
3.3	Finanční analýza .....	60
3.3.1	Analýza stavových ukazatelů .....	60
3.3.2	Analýza vybraného ukazatele čistého pracovního kapitálu .....	63
3.3.3	Poměrová analýza .....	64
3.3.4	Analýza soustav ukazatelů .....	70
3.3.5	Zhodnocení finanční analýzy .....	71
3.4	SWOT analýza .....	73
3.5	Finanční plány .....	74
4	Ocenění podniku vybranými metodami .....	79
4.1	Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku metodou DCF-Entity .....	79
4.1.1	Stanovení celkových nákladů na kapitál .....	79
4.1.2	Stanovení celkových budoucích peněžních toků .....	80
4.1.3	Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku .....	81
4.1.4	Analýza citlivosti .....	82
4.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou DCF-Equity .....	84
4.2.1	Stanovení nákladů vlastního kapitálu .....	84

4.2.2	Stanovení budoucích peněžních toků pro vlastníky .....	84
4.2.3	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku .....	85
4.3	Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku metodou EVA-Entity .....	86
4.3.1	Propočet ukazatele EVA.....	86
4.3.2	Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku.....	86
4.3.3	Analýza citlivosti.....	87
4.4	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou EVA-Equity .....	88
4.4.1	Propočet ukazatele EVA.....	88
4.4.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku .....	89
5	Zhodnocení dosažených výsledků .....	90
6	Závěr .....	92
	Seznam literatury.....	95
	Seznam zkratk a symbolů	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

# 1 ÚVOD

Potřeba oceňování podniku zaznamenala česká, resp. československá praxe i teorie, před více než dvaceti lety. Od této doby uplynula řada let, přesto problematika oceňování v České republice stále prochází fází dynamického vývoje. Je tedy velmi důležité věnovat této problematice značnou pozornost. Nedostatečné či nesprávné využívání oceňovacích postupů vedou k neracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu. Dnešní doba, která je často spojována s pojmy krize a recese, vyvolává potřebu stanovit hodnotu podniku, což je primárním cílem ocenění. Aby bylo ocenění úplné a jednoznačné je vždy nutné vycházet z konkrétních cílů a požadavků. Je nutno znát, které z možných kategorií hodnoty podniku mají být zjištěny, komu je výsledek ocenění určen, k jakému účelu budou výsledky ocenění sloužit a k jakému datu má být ocenění uskutečněno. Význam a aktuálnost problematiky oceňování podniku vyniká zejména v době, která je poznamenána snahou o koncentraci kapitálu, v rámci něhož dochází ke splynutí či sloučení podniků v důsledku jejich schopnosti či neschopnosti přizpůsobit se měnícím podmínkám rostoucí konkurence.

Cílem této diplomové práce je stanovení tržní hodnoty BONATRANS GROUP, a. s. ke dni 1. 1. 2010 prostřednictvím dvoufázové výnosové metody DCF a EVA na bázi entity a equity a provedení citlivostní analýzy na jednotlivé faktory ovlivňující hodnotu podniku. Ocenění je provedeno za účelem zjištění tržní hodnoty podniku pro případ jeho prodeje.

Diplomová práce je koncipována do šesti kapitol. První kapitola obsahuje úvod a šestá kapitola závěr.

Druhá kapitola je zaměřena na přístupy a metodiku oceňování podniku. Jsou zde teoreticky objasněny základní pojmy, které se vážou k ocenění, a to pojmy podnik a hodnota podniku. Dále jsou uvedeny důvody pro ocenění a následuje popis doporučeného postupu, který má vést ke stanovení správné hodnoty daného podniku. Nedílnou součástí této kapitoly je výčet jednotlivých metod se zaměřením na výnosové metody, jež lze využít při stanovení hodnoty podniku a dále sestavení jednotlivých komponent, jež jsou nezbytné při aplikaci výnosových metod. Závěr této kapitoly je věnován analýze citlivosti.

Třetí kapitola obsahuje finanční a strategickou analýzu vybraného podniku. V úvodu této kapitoly je představen podnik, na němž budou aplikovány zvolené metody.

Jedná se o BONATRANS GROUP, a. s., který je významným výrobcem železničního dvojkolí a jejich dílů. V rámci strategické analýzy je provedena analýza vnějšího a vnitřního potenciálu podniku. Na strategickou analýzu navazuje finanční analýza s využitím získaných ekonomických dat za období let 2004 až 2009. Poté je provedeno zhodnocení silných, slabých stránek, příležitostí a ohrožení podniku, tzv. SWOT analýza. Předposlední podkapitola je zaměřena na sestavení finančního plánu výkazu zisku a ztrát, rozvahy a peněžních toků, jež jsou podkladem k ocenění podniku výnosovými metodami. Dlouhodobý finanční plán je sestavován na období let 2010 až 2015.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na samotný proces ocenění podniku BONATRANS GROUP, a. s. vybranými metodami oceňování. Součástí této kapitoly je rovněž citlivostní analýza.

Pátá kapitola obsahuje celkové zhodnocení dosažených výsledků.



## 2 PŘÍSTUPY A METODIKA OCEŇOVANÉHO PODNIKU

Oceňování podniku je jednou z podstatných součástí finančního řízení firem. Současně ho lze však chápat i jako službu, kterou si zákazník objednává pro získání nějakého užitku, jež má rozdílnou povahu podle potřeb objednavatele a rovněž cílů, díky kterým dochází k ocenění.

Když se hovoří o oceňování podniku, jakožto jedné z významných složek řízení firem, je nutné definovat pojmy, jež jsou nezbytným předpokladem pro následné použití metod oceňování. Je tedy důležité porozumět pojmu podnik, co je to hodnota podniku a jaké kategorie a hladiny hodnoty jsou rozeznávány. Rovněž je důležité stanovit důvody a podněty ocenění.

Tato kapitola diplomové práce vychází převážně z následující literatury: Dluhošová (2010), Kislingerová (2001), Mařík (2005), Mařík (2007), Mrkvička (2006), Zmeškal (2004).

### 2.1 Podnik

V současné literatuře je pojem podnik vymezen několika způsoby. Pro účely oceňování lze podnik chápat jako věc hromadnou vyznačující se primárním goodwillem. Na podnik lze však i pohlížet jako na jedinečné, méně likvidní aktivum, pro něž existují velmi málo účinné trhy.

Kromě definic českých odborníků v oblasti oceňování je podnik rovněž vymezen dle obchodního zákoníku takto: „Podnikem se rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.“<sup>1</sup> Tato definice však má dva podstatné nedostatky a to, že se nezmiňuje o závazcích, jako součásti podnikání a dále pohlíží na podnik jako na soubor věcí, které slouží k podnikání. Pro účely oceňování je nutné z ekonomického hlediska pohlížet na podnik jako na funkční celek, který je založený za účelem dosažení zisku. Funkce, jež podnik plní je možno blíže nalézt v § 2 obchodního zákoníku, kde je uvedeno, že: Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

zisku“<sup>2</sup>. Z toho lze vyvodit, že podnik je podnikem v případě, že je splněna podmínka dosahování zisku. Právě z tohoto důvodu jsou výnosové metody nejčastěji aplikovány při ocenění podniku.

## 2.2 Hodnota podniku

Jak již výše bylo uvedeno, primárním cílem každého podniku je dosahování zisku. Na jeho tvorbu přispívá kromě vlastního kapitálu, rovněž kapitál cizí, a právě díky těmto rozdílným formám využívání kapitálu je možno hladinu podniku členit na hodnotu brutto a hodnotu netto. **Hodnotou brutto** máme na mysli vždy hodnotu podniku, jakožto celku. Vychází se tedy ze stanovení hodnoty jak pro vlastníky, tak také pro věřitele a pracuje se s hodnotou celkového kapitálu. Pokud se jedná o **hodnotu netto**, pak je podnik oceňován pouze na úrovni majitelů podniku a výlučně je oceňován vlastní kapitál.

Je důležité rozlišovat pojmy hodnota a cena. **Hodnotou** se rozumí částka, kolem níž by se měla pohybovat cena, a to bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Naopak **cena** poté představuje konkrétní finanční prostředky, tedy částku, která bude za podnik zaplácena v daném čase a místě. Na cenu působí celá řada faktorů, mezi jinými jsou to např. strategie vyjednávání, nabídka a poptávka, fáze vývoje ekonomiky aj.

Ve spojitosti s hodnotou podniku jsou rozlišovány různé kategorie hodnot, které lze vyčíslit. Obecně se jedná o hodnotu:

- tržní,
- subjektivní,
- objektivizovanou,
- založenou na principu Kolínské školy.

### Tržní hodnota

Předpokladem tržní hodnoty podniku je existence fungujících trhů jak už s podniky, či podíly na vlastním kapitálu podniku. Na těchto trzích pak dochází ke vzájemnému střetávání více kupujících a více prodávajících, a tím jsou vytvářeny podmínky pro vznik tržní ceny, jež je předmětem odhadu.

Podle standardů mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standard Committee (IVSC) je tržní hodnota definovaná mj. takto: „Tržní hodnota je

---

<sup>2</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>3</sup>

Ačkoliv je tržní hodnota potencionální tržní cenou, nemusí být odvozena přímo z cen daného aktiva, ale je ji možné zjistit nejrozličnějšími metodami. V českých podmínkách jsou nejpoužívanější výnosové metody, přičemž je důležité, aby finanční plán a projekce výnosů byla postavena na co nejobecnějších názorech trhu. Stejně tak diskontní míra je podložena tržními daty.

### **Subjektivní hodnota**

Na rozdíl od tržní hodnoty, subjektivní hodnota neodráží pohled trhu, ale jedná se o individuální názor účastníků transakce. Podle tohoto pohledu je důležité ke každému podniku přistupovat jako k jedinečnému subjektu.

Subjektivní hodnota se stejně jako tržní hodnota řídí mezinárodními oceňovacími standardy, jež vypracovává IVSC. V těchto standardech je subjektivní hodnota označována jako investiční hodnota, která je definována takto: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku“<sup>4</sup>.

Hlavními rysy této hodnoty je skutečnost, že budoucí peněžní toky jsou zpravidla odhadovány na základě představ manažerů oceňovaného podniku, a dále, že je diskontní míra stanovená na základě alternativních možností investování subjektu, z pohledu kterého je oceňování prováděno. Takový přístup je vhodný při koupi či prodeji podniku, kdy chce daný subjekt zjistit výhodnost transakce a při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. Vlastník tak zjišťuje, zda je výhodnější pokračovat v činnosti, anebo ji skončit.

---

<sup>3</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2007, str. 22.

<sup>4</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2007, str. 26.

## Objektivizovaná hodnota

Na rozdíl od subjektivní hodnoty, která je stanovena individuálně, je objektivizovaná hodnota nejčastěji stanovena pověřenými osobami, profesionálními znalci či odhadci.

Němečtí odborníci se shodli na tom, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, a z tohoto důvodu se začala používat hodnota objektivizovaná. Definici této hodnoty se zabývá německý oceňovací standard IDW S 1 a říká, že: „Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“.<sup>5</sup>

Vyčíslení této hodnoty probíhá na základě všeobecně uznávaných dat a každý odborník by měl vyčíslit tuto hodnotu na stejné úrovni.

Objektivizovanou hodnotu je vhodné použít při poskytování úvěru či zjišťování reálné bonity a zdraví podniku.

## Kolínská škola

Přístup Kolínské školy je založen na subjektivním postoji konkrétního prodávajícího a kupujícího. Ocenění je nutné přizpůsobit jednotlivým funkcím, které má ocenění pro svého uživatele. Nejvýznamnější z těchto funkcí je funkce poradenská. Kromě této funkce je dále rozlišována funkce rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

Smyslem **funkce poradenské** je informovat kupujícího o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit a prodávajícího o minimální ceně, kterou ještě může přijmout bez toho, že by na tom obě strany prodělaly. Jedná se tedy o tzv. hraniční hodnoty, v rámci kterých by se měla cena nacházet. Na funkci poradenskou navazuje **funkce rozhodčí**, která blíže určuje, jakou funkci by měl vykonávat nezávislý oceňovatel (rozhodčí). Měl by odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a zároveň nalézt spravedlivou hodnotu v rámci tohoto odhadnutého rozmezí. Při oceňování je důležité předložit podklady pro daňové účely, a tím se zabývá **funkce daňová**. Pozornost je třeba věnovat rovněž **funkci komunikační**, která se zabývá poskytováním podkladů pro komunikaci s veřejností.

---

<sup>5</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2007, str. 27.

Poslední funkcí je **funkce argumentační**, prostřednictvím které oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení pozice dané strany.

Pokud dojde při oceňování ke stanovení nesprávné hodnoty podniku, může tato skutečnost vést k neracionálnímu ocenění statků a neefektivní alokaci kapitálu.

V dřívějších dobách se při oceňování firem vycházelo z účetních přístupů, v posledních letech však dochází k posunu a vychází se spíše z tržního pojetí. A jsou to právě podkladové údaje, jejich rozsah a kvalita, které ovlivňují výslednou hodnotu. Mimo těchto faktorů dále ovlivňují výslednou hodnotu také časový horizont a metoda, kterou pro ocenění zvolíme.

### 2.3 Důvody ocenění podniku

Ocenění lze chápat jako zákazníkem objednanou službu, která mu přináší užitek různé povahy a cílů. K oceňování podniku se tedy přistupuje z různých **podnětů** a může sloužit k různým **účelům**.

Podněty k ocenění jsou různorodého charakteru. Může se jednat např. o prodej či koupi podniku, splynutí podniku, ať se již jedná o fúzi či konsolidaci, rozdělení podniku, likvidace podniku, emisi akcií či vstup firmy na burzu, nebo případně pouze z důvodu žádosti o úvěr atd.

Členění ocenění může vyplývat z toho, zda se jedná o ocenění s vlastnickými změnami či nikoliv. K vlastnickým změnám dojde např. v případě koupě a prodeje podniku na základě smlouvy o prodeji podniku, nepeněžitěho vkladu do obchodní společnosti, fúze, rozdělení společnosti, atd. Mezi důvody, jež nevedou ke změně vlastnictví, patří např. změna právní formy společnosti, poskytování úvěru či sanace podniku.

### 2.4 Postup oceňování podniku

Při oceňování podniku je nutné vždy postup ocenění přizpůsobit specifikům dané situace. Je třeba vzít vždy v úvahu důvod ocenění, jaká kategorie hodnoty je zjišťována, jaká metoda byla zvolena, jaká vstupní data jsou k dispozici apod. Obecně lze postup oceňování shrnout do čtyř hlavních částí, kterými jsou sběr vstupních dat, analýza dat, sestavení finančního plánu a samotné provedení ocenění podniku, tedy stanovení jeho hodnoty, jež patří mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku.

#### 2.4.1 *Sběr vstupních dat a analýza dat*

Prvním krokem v postupu oceňování podniku je **sběr vstupních dat**, jež jsou nezbytnou podmínkou ke správnému ocenění podniku. Vstupními daty lze považovat tyto souhrnné skupiny dat:<sup>6</sup>

- *interní podnikové informace* (finanční plány, účetní závěrky, technicko-ekonomické normy),
- *odvětvové informace a prognózy* (analýza trhu, stavu a vývoje ekonomiky, vliv zahraničních trhů),
- *mikroekonomické informace* (legislativní předpisy, ratingové hodnocení),
- *makroekonomické informace* (stav a vývoj ekonomiky, vývoj finančních trhů).

Na sběr vstupních dat navazuje **analýza dat**, jejíž důležitou součástí je strategická a finanční analýza podniku. Dále může být provedeno rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty a orientační ocenění na základě generátorů hodnoty.

#### 2.4.2 *Strategická analýza*

Strategická analýza podniku má podstatnou úlohu při samotném oceňování podniku, protože její **hlavní cílem** je stanovení tzv. celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento výnosový potenciál se poté odvíjí od potenciálu vnějšího a vnitřního.

**Vnější potenciálem** se rozumí především šance a rizika, které existují v rámci relevantního trhu, na kterém oceňovaný podnik působí. Je tedy vždy nutné jednoznačně vymezit relevantní trh, ke kterému daný podnik přísluší. Relevantní trh by měl být stanoven takovým způsobem, aby bylo možno získat základní data o tomto trhu a z nich následně posoudit atraktivitu a prognózovat další vývoj tohoto trhu. Lze ho chápat v jistém smyslu jako vše, co je za hranicemi daného podniku. Podnik je vnějším okolím ovlivňován a jen zřídka může tyto vlivy předvídat, či regulovat. Podnik se musí vlivům vnějšího okolí přizpůsobovat. Mezi tyto vnější vlivy se řadí především ekonomické faktory, kam se řadí hlavní národohospodářské veličiny jako jsou HDP, inflace, nezaměstnanosti apod. Mezi vnější faktory však můžeme zařadit také sociální, technologické a politické.

---

<sup>6</sup> DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2010. str. 172.

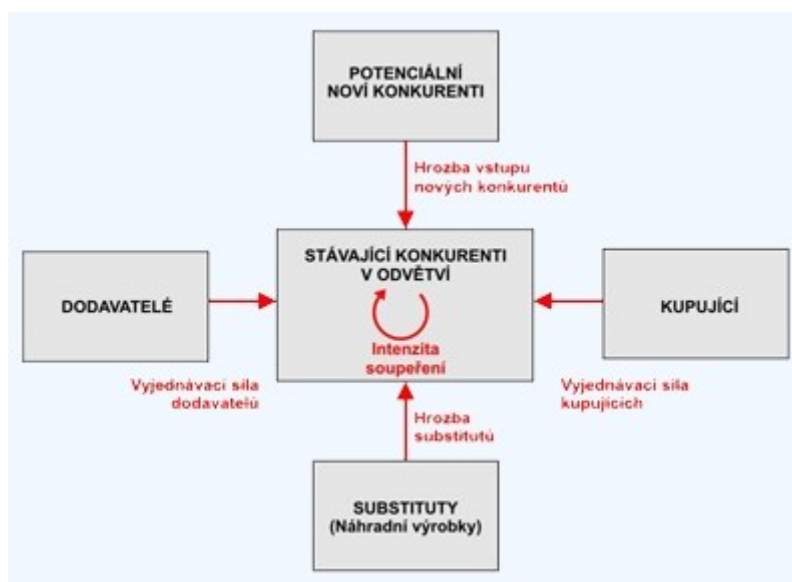
**Faktory ekonomické** ovlivňují úroveň celého národního hospodářství a schopnost podniku dosahovat přiměřeného zisku. Nejdůležitějším ekonomickým faktorem je *hrubý domácí produkt*, jenž ovlivňuje výrobu podniku a podíl na trhu. Podniky z různého odvětví jsou odlišně citlivé na průběh hospodářského cyklu a z tohoto hlediska lze jednotlivá odvětví zařadit do odvětví cyklického, anticyklického a neutrálního. Odvětví cyklické je závislé na průběhu hospodářského cyklu. Z pohledu stanovení hodnoty podniku je důležité mít na paměti, že v období konjunktury cyklická odvětví dosahují velmi dobrých výsledků, zatímco v období recese pak nastává fáze sestupu. Opakem cyklického odvětví je odvětví anticyklické, a již z názvu vyplývá, že toto odvětví není nijak ovlivněno hospodářským cyklem a profituje v období recese. Odvětví neutrální jsou méně citlivá na hospodářský cyklus, než je tomu v případě odvětví cyklického. Dalším faktorem je *míra inflace* neboli růst cenové hladiny, jelikož její úroveň má vliv na poptávku pro produkci podniku. Mezi ekonomické faktory rovněž patří úrokové sazby, jelikož umožňují podnikům provádět nákupy hrazené obvykle formou úvěru nebo půjček. Kromě těchto blíže zmíněných ekonomických faktorů patří zde ještě např. *míra nezaměstnanosti* či *devizové kurzy*, jejichž pohyby mají přímý vliv na konkurenceschopnost výrobků a služeb na mezinárodních trzích. **Faktory sociální** představují soubor charakteristik, které vystihují chování jak jednotlivců, tak i skupin. Patří zde např. zvyky, postoje, hodnoty, potřeby, zájmy a vztahy. V poslední době se zde objevují nové tendence jako např. kampaně s různým zaměřením. **Faktory technologické**, jakožto hlavní zdroj pokroku, umožňují podnikům dosahovat lepších hospodářských výsledků a zvyšovat konkurenční schopnosti. Aby podnik neztratil kontakt s ostatními konkurenty v této oblasti, musí investovat nemalé finanční prostředky do moderních, výkonnějších a dražších technologií, neboť se neustále zrychluje tempo nových vědeckých poznatků či výrobních a technologických inovací. **Faktory politické** zajisté ovlivňují dění na trhu. Těmito faktory jsou prosazovány veřejné zájmy a je získávána a upevňovaná státní moc. Mezi ně patří např. zákony, jež mají mj. bojovat proti nekalé konkurenci, zájmové skupiny či vládní agentury.

Součástí vnitřního potenciálu by měla být zpracována **prognóza vývoje trhu**, která je základem pro odhad vývoje tržeb. Při sestavení prognózy vývoje trhu je nutné vždy přihlédnout, k jakému typu ocenění se vztahuje. V případě že se jedná o subjektivní ocenění, pak lze prognózu vývoje trhu chápat jako konkrétní názor určitého investora či oceňovatele. V případě objektivizovaného ocenění vychází prognóza především ze současného stavu, případně z tendencí konkrétního vývoje, jehož projevy se dají ohodnotit jako nesporné či prokazatelné. Jestliže se jedná o tržní ocenění, poté by měla prognóza

vycházet z názorů odborné veřejnosti či z prognóz zájmové skupiny. Aby bylo možno tuto prognózu použít pro účely tržního ocenění, je nutné dále nalézt souvislost mezi prognózou konkrétního relevantního trhu a prognózou některé z národohospodářských veličin, jako je např. HDP či inflace a jiné.

**Vnitřní potenciál** představuje míru, v jaké je podnik schopen využít šance, které mu nabízí vnější potenciál, případně do jaké míry je schopen čelit rizikům. Vnitřní prostředí podniku je velmi důležité pro tvorbu strategií. Na rozdíl od vnějšího potenciálu se jedná o samotnou vnitřní sílu podniku. Někdy se tato část označuje jako tzv. mikrookolí podniku. Vhodným modelem pro analýzu tohoto potenciálu je Porterův model pěti konkurenčních sil, jehož smyslem je rozebrat a zhodnotit strukturu odvětví, viz obr. 2.1. Model zahrnuje dodavatele, odběratele, existující konkurenci, potenciální konkurenci a konkurenci substitučních výrobků a služeb.

Obr. 2.1: Porterová teorie konkurenčních sil



Zdroj: <http://www.synext.cz/analyza-konkurence-jejich-uspesnych-a-neuspesnych-kroku-jejeho-potencialu.html>

Obr. 2.1 definuje pět Porterových konkurenčních sil, mezi něž patří dodavatelé, kupující, substituty, potencionálně nová konkurence a stávající konkurence v odvětví.

Dodavatelé jsou často faktorem, který rozhoduje o úspěchu či neúspěchu podniku. Jsou členění do různých kategorií, a ve většině případů podnik nemá pouze jednoho dodavatele, ale více. Problém může nastat v případě, kdy dodavatelé mají větší



vyjednávací sílu než podnik samotný, neboť tak vzniká menší prostor pro dojednání platebních podmínek, slev, atd. Největší vliv na podnik mají bezesporu kupující. Jestliže kupující nemají zájem o výrobky či služby podniku, podnik se rázem dostává do problémů. Manažeři podniku se tak musí snažit o distribuci výrobků co největšímu množství odběratelů. Za substituty lze považovat náhradní výrobek či služby, který uspokojuje podobné potřeby jako původní výrobek (služba). Potencionálně novými konkurenty jsou podniky, které sice v daném odvětví nepůsobí, ale jsou však schopni bez problému do něj vstoupit a konkurovat tak ostatním podnikům. Existující konkurence přitom představuje největší ohrožení podniku. Je důležité, aby podnik dobře znal své konkurenty a snažil se mít větší sílu oproti konkurenci. Síla podniku může být např. upevňována rostoucími zisky, tržními podíly a budoucím růstem.

Nedílnou součástí vnitřního potenciálu by měl být **odhad vývoje tržních podílů** oceňovaného podniku do budoucnosti. Tato část by se měla skládat z jednotlivých kroků, kterými jsou stanovení tržních podílů podniku do tohoto období, identifikace konkurence, analýza vnitřního potenciálu a prognóza tržních podílů.

Posledním krokem strategické analýzy je **prognóza tržeb** podniku, která by měla být vyvozena z předešlých kroků ale také z analýzy časových řad tržeb týkajících se minulosti.

### **2.4.3 Finanční analýza**

Finanční analýzu lze definovat jako systematický rozbor získaných dat, jež se nachází v účetních výkazech. Mezi nejčastější metody finanční analýzy patří poměrová analýza, která se zabývá posouzením finanční pozice a výkonností podniku.

Finanční analýzou jsou blíže identifikovány slabiny ve finančním zdraví podniku, které by mohly vést k budoucím problémům, či silné stránky vztahující se k budoucímu zhodnocení majetku firmy.

Za finančně zdravý podnik lze považovat takový podnik, který je schopen zhodnocovat vložený kapitál a plnit včas své závazky.

V rámci oceňování podniku je možno považovat finanční analýzu za základ pro vypracování finančního plánu, ze kterého je následně vyvozována výnosová hodnota.

Základním **zdrojem informací**, na základě kterých se vychází při výpočtu finanční analýzy, jsou účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků). Kromě účetních výkazů jsou používány i výkazy vnitropodnikového účetnictví, pro něž je typické,

že nejsou veřejně dostupné, neexistuje pro ně jednotná metodická úprava a podnik je vytváří vždy na základě individuálních potřeb. Kdežto výkazy finančního účetnictví jsou výkazy určené pro externí uživatele, které podnik sestavuje povinně, stanoveným způsobem.

Obecně lze říci, že vstupní informace pro finanční analýzu představují tři souhrnné oblasti a to<sup>7</sup>:

- finanční informace – účetní výkazy, výroční zprávy, vnitropodnikové informace, prognózy finančních analytiků, burzovní informace aj.,
- kvantifikovatelné nefinanční informace – firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti, prospekty, interní směrnice aj.,
- nekvanitifikovatelné nefinanční informace – zprávy vedoucích pracovníků, komentáře manažerů, nezávislá hodnocení, prognózy apod.

V rámci finanční analýzy existuje řada **metod**, zabývajících se hodnocením finančního zdraví podniku. Lze je primárně rozdělit na metody vyšší a elementární, kterým bude v této diplomové práci věnována pozornost.

Metody vyšší se pak člení na metody nestatistické a metody matematicko – statistické.

Obecně jsou elementární metody členěny do 4 skupin. Jedná se o analýzu absolutních ukazatelů, analýzu vybraného ukazatele čistého pracovního kapitálu, analýzu poměrových ukazatelů a analýzu soustav ukazatelů.

### **Analýza stavových ukazatelů**

**Horizontální analýzou** je zjišťována změna absolutních ukazatelů v čase. Je tak sledován vývoj jednotlivých položek účetních výkazů v čase horizontálně v řádcích. Jestliže se jedná o dostatečně dlouhou časovou řadu, lze u jednotlivých položek pozorovat určitý trend vývoje. Hodnota může být buďto v absolutním, či relativním vyjádření.

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$\text{procentní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_t} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok a  $t-1$  je předcházející rok.

---

<sup>7</sup> DLUHOŠOVÁ, D.. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2010. str. 72.

**Vertikální analýza** neboli strukturální analýza vyjadřuje jednotlivé položky účetních výkazů jako procentní podíl ke zvolené základně. Při zpracování rozboru rozvahy jsou základnou buďto aktiva celkem nebo pasiva celkem. V případě výkazu zisku a ztrát jsou základnou výnosy celkem, či případně tržby. Vztah pro výpočet podílu je následující

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele,  $\sum U_i$  je velikost absolutního ukazatele.

### **Analýza vybraného ukazatele čistého pracovního kapitálu**

**Čistý pracovní kapitál** lze vypočítat, a podle způsobu výpočtu rovněž definovat dvěma způsoby.

Čistý pracovní kapitál představuje tu část oběžných aktiv krátkodobého majetku, která je financována dlouhodobými finančními zdroji. V tomto případě je výpočet proveden pomocí vztahu

$$\text{ČPK} = \text{dlouhodobé zdroje} - \text{fixní aktiva}. \quad (2.4)$$

Čistý pracovní kapitál je možno rovněž chápat jako oběžná aktiva, jež jsou snížena o jistou část směřující na úhradu krátkodobých závazků, krátkodobých bankovních úvěrů a peněžních výpomocí. Poté je možno výslednou hodnotu vypočítat na základě vztahu

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}. \quad (2.5)$$

### **Analýza poměrových ukazatelů**

Má významnou úlohu a je nejčastěji používanou metodou finanční analýzy. Pomocí ní lze v podstatě zjistit, zda analyzovaný podnik je finančně zdravý či nikoliv.

Poměrové ukazatele se charakterizují omezenou vypovídací schopností. Vznikají tak, že jednotlivé absolutní hodnoty (položky), které jsou uvedeny v účetních výkazech, jsou dávány do vzájemných poměrů, a tím je prováděna analýza podniku. Analýza prováděna poměrovými ukazateli je vysoce prakticky využitelná a má univerzální charakter. Hlavními důvody využívání je dostupnost účetních výkazů, ze kterých poměrová analýza vychází.

Existuje velké množství používaných poměrových ukazatelů. Jednotlivé ukazatele je možno slučovat do konkrétních skupin poměrových ukazatelů. Nejčastější je poté jejich

členění na ukazatele finanční zadluženosti, ukazatele rentability, likvidity, a aktivity.

### **Ukazatele rentability**

Jsou nejsledovanější skupinou poměrových ukazatelů. Jejich základním kritériem, jež je prostřednictvím těchto ukazatelů hodnoceno, je výnosnost vloženého kapitálu. Výnosnost vloženého kapitálu neboli rentabilitu lze obecně definovat jako poměr zisku ke vloženému kapitálu.

Obecně se rozlišují zpravidla tři formy vloženého kapitálu a podle toho poté jsou rozlišovány tři základní ukazatele, mezi něž patří ukazatel rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentabilitu dlouhodobě investovaného kapitálu. Rozlišuje se rovněž, jaká kategorie zisku se pro výpočet použije. Může být použit buďto *EBIT*, čili zisk před úhradou úroků a daní, nebo zisk před zdaněním *EBT*, anebo zisk po zdanění *EAT*. *EBIT* se používá pro výpočty ukazatelů, protože není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb a také změnou struktury finančních zdrojů. Zisk očištěný o úroky pak lépe vyjadřuje výsledek z běžných transakcí, jelikož nezáleží, z jakých zdrojů jsou aktiva financována.

Dalším ukazatelem, jenž je řazen mezi ukazatele rentability, je rentabilita tržeb sloužící k posouzení výnosnosti tržeb.

V této diplomové práci budou z ukazatelů rentability blíže charakterizovány tři ukazatele, a to rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb.

**Ukazatel rentability aktiv** je považován za jeden z klíčových. Poměruje zisk a celková aktiva, která jsou investována do podnikání a nezohledňuje se přitom, z jakých zdrojů jsou aktiva financována a rovněž se nezohledňuje ani míra zdanění. Ukazatel tedy vyjadřuje celkovou efektivnost a je vypočítán dle následujícího vztahu,

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.6)$$

Výsledná hodnota ukazatele, kdy do vzorce vstupuje zisk před zdaněním zvýšený o úroky, má své opodstatnění při mezipodnikové komparaci.

**Ukazatel rentability vlastního kapitálu** vyjadřuje celkovou výnosnost zdrojů vložených přímo akcionáři či vlastníky podniku. Aby tedy bylo zjištěno, jak jsou tyto zdroje zhodnocovány, je použit následující vzorec,

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.7)$$

Růst tohoto ukazatele může mít různé důvody, mezi něž patří např.: vyšší hodnota vytvořeného zisku, pokles úrokové míry cizího kapitálu, snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu nebo jejich různé kombinace. Obecně platí, že trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí.

**Ukazatel rentability tržeb** slouží k posouzení výnosnosti tržeb. Je často využíván v rámci časového a mezipodnikového srovnání. Jestliže je hodnota tohoto ukazatele příliš nízká, s největší pravděpodobností signalizuje chybné řízení firmy, střední úroveň poté signalizuje dobrou práci managementu, vysoká hodnota ukazuje na nadprůměrnou úroveň firmy. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí a je vypočítán dle vztahu,

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}. \quad (2.8)$$

### **Ukazatele likvidity**

Ukazatele této oblasti je možno považovat za rozhodující indikátory platební schopnosti podniku. Pojem likvidita je beze sporu nejdůležitější oblastí finanční analýzy. Současná literatura definuje likviditu ve vztahu k likviditě určité složky majetku nebo ve vztahu k likvidě podniku. V prvním případě je likvidita označována jako schopnost dané složky majetku přeměnit se rychle a bez velkých ztrát na peněžní hotovost, v druhém případě lze definovat likviditu jako schopnost podniku hradit své závazky.

Tyto ukazatele jsou tvořeny poměrem toho, čím platíme, k tomu, co má být placeno, tedy poměrem krátkodobých oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Úroveň ukazatelů likvidity je dána jednak krátkodobými závazky, tak makroekonomickým prostředím, ve kterém se podnik nachází, ale i technologiemi podniku (délka výrobního cyklu, šíře sortimentu).

Pro bližší posouzení likvidity podniku bude identifikován ukazatel celkové, pohotové a okamžité likvidity.

**Ukazatel celkové likvidity** též likvidita 3. stupně nebo běžná likvidita je nejvíce používaným ukazatelem této oblasti. Dává do poměru oběžná aktiva, která jsou podle předpokladů lépe prodejná a krátkodobé závazky, tedy závazky, které jsou splatné v blízké budoucnosti. Je stanovena přiměřená hodnota tohoto ukazatele, která se pohybuje v intervalu 1,5 – 2,5.

Celková likvidita bývá často poměřována se srovnatelnými podniky, nebo s odvětvovým průměrem a je vyjádřena následujícím vztahem,

$$\text{celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.9)$$

Nevýhodou tohoto ukazatele je, že nijak nepřihlíží ani ke struktuře oběžných aktiv z hlediska doby, jež je potřebná na jejich přeměnu na peněžní prostředky, ani ke struktuře krátkodobých závazků z hlediska doby splatnosti.

**Ukazatel pohotové likvidity** často označován jako likvidita 2. stupně, eliminuje z části oběžných aktiv zásoby, jakožto nejhůře likvidní část oběžného majetku. Při výpočtu se tedy berou v úvahu pouze ty části oběžného majetku, které mají vyšší likviditu. Také tento ukazatel má stanovenou doporučovanou hodnotu, která se pohybuje v intervalu 1,0 – 1,5. Trend ukazatele by měl být rostoucí, což by následně signalizovalo zlepšení platební a finanční situace podniku. Pro výpočet hodnoty tohoto ukazatele je používán následující vzorec,

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.10)$$

**Ukazatel okamžité likvidity** představuje likviditu 1. stupně a je označován jako nejpřísnější ukazatel likvidity. Mezi pohotové platební prostředky jsou řazeny peníze na účtech a v hotovosti a šeky jakožto nejlikvidnější část oběžného majetku. Lze zde zařadit také další velmi likvidní složky, jako mohou být např. některé druhy cenných papírů či směnečných pohledávek. Jeho doporučovaná hodnota by se měla pohybovat okolo 0,2 dle Ministerstva průmyslu a obchodu a trend by měl být rostoucí. Okamžitá likvidita je vypočtena pomocí následujícího vztahu,

$$\text{celková likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.11)$$

### **Ukazatele aktivity**

Úlohou ukazatelů aktivity je zjistit, jak úspěšně jsou využívány investované finanční prostředky podniku jeho managementem. Rovněž měří relativní vázanost kapitálu v různých formách aktiv, jak krátkodobých, tak také dlouhodobých.

Obecně je tato oblast spojena s dvěma důležitými pojmy a to s rychlostí obrátu a s dobou obrátu. Rychlostí obrátu je vyjádřen počet obrátek, jež se uskuteční obvykle

během jednoho roku, a doba obratu pak vyjadřuje počet dnů, během kterých dojde k jednomu obratu.

V rámci ukazatelů rychlosti obratu je konkrétně definován obrat celkových aktiv a v rámci doby obratu pak doba obratu aktiv, pohledávek, zásob a závazků.

**Ukazatel obratu celkových aktiv** měří intenzitu využívání celkového majetku. Pomocí tohoto ukazatele je zjištěno, kolikrát se obrátí celková aktiva do tržeb během jednoho roku. Tento ukazatel nachází své uplatnění zejména při mezipodnikovém srovnávání. Jeho trend by měl být rostoucí, neboť čím je hodnota ukazatele vyšší, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek. Výpočet obratu celkových aktiv lze provést pomocí vzorce,

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} . \quad (2.12)$$

Obrácenou hodnotou ukazatele obratu celkových aktiv je **ukazatel doby obratu celkových aktiv**. Pomocí tohoto ukazatele je vyjádřeno, za kolik dní dojde k obratu majetku ve vztahu k tržbám. Je žádoucí, aby tato doba byla co nejkratší. Výslednou hodnotu lze vypočítat na základě vztahu

$$\text{doba obratu celkových aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360 . \quad (2.13)$$

**Ukazatel doby obratu pohledávek** vypovídá o strategii řízení pohledávek firmy a schopnosti podniku dodržovat obchodně – úvěrovou politiku. Udává, za jak dlouho dochází průměrně k proplacení pohledávek vůči našemu podniku. Lze prostřednictvím něj také sledovat platební morálku odběratelů, jestliže pravidelně doba obratu pohledávek překračuje doby splatnosti, je nutné platební kázeň blíže prozkoumat. Pro výpočet tohoto ukazatele lze použít následující vzorec,

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.14)$$

**Ukazatel doby obratu zásob** udává, jak intenzivně podnik využívá své zásoby a zároveň vyjadřuje, kolik dní jsou oběžná aktiva vázaná v podobě zásob. V rámci každého podniku je podstatné udržovat výši této doby na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši. Pro podnik je výhodnější co nejkratší doba skladování zásob, neboť jsou s tím spojené nižší náklady. Ukazatel lze vypočítat vztahem,

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 . \quad (2.15)$$

Posledním ukazatelem z této oblasti je **ukazatel doby obratu závazků**, jež hodnotí platební morálku podniku, tedy jak podnik dodržuje lhůty splatnosti vůči svým dodavatelům. Dá se říci, že tento ukazatel rovněž ukazuje, na jak dlouho poskytují dodavatelé našemu podniku obchodní úvěr. Tuto dobu je možno spočítat pomocí vzorce,

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.16)$$

### **Ukazatele zadluženosti**

Při analýze finanční struktury podniku z dlouhodobého hlediska je využívána celá řada těchto ukazatelů zadluženosti. Zadluženost lze obecně definovat jako skutečnost, že podnik k financování svých aktiv používá kromě vlastního kapitálu, rovněž kapitál cizí, jehož cena je zásadně nižší oproti ceně vlastního kapitálu. Není zároveň reálné, aby podnik financoval svá aktiva pouze vlastním, či cizím kapitálem. Smyslem těchto ukazatelů je právě nalézt optimální poměr jak cizího, tak vlastního kapitálu. Čím je vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší jsou finanční problémy podniku.

Z celé řady ukazatelů zadluženosti bude blíže konkretizována celková zadluženost, podíl vlastního kapitálu na aktivech, majetkový koeficient, ukazatel zadluženosti, úrokové krytí a úrokové zatížení.

**Ukazatel celkové zadluženosti** patří mezi základní ukazatele této skupiny ukazatelů. Vypovídá o tom, do jaké míry jsou celková aktiva kryta z cizího kapitálu, který firmě poskytli věřitelé. Obecně platí, že čím je hodnota ukazatele vyšší, tím vyšší podstupují věřitelé riziko. Tento ukazatel je dán následujícím vztahem,

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.17)$$

Zadluženost je pak potřeba posuzovat v rámci každého podniku individuálně, protože ačkoliv to tak mnohdy je, nelze zadluženost chápat pouze negativně. Přesto je doporučován klesající trend tohoto ukazatele.

**Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech** charakterizuje finanční stabilitu z dlouhodobého hlediska a říká, v jaké míře je schopen podnik krýt svůj majetek ze zdrojů jeho vlastníků, tedy do jaké míry je podnik finančně samostatný. Pro podnik je efektivnější rostoucí trend tohoto ukazatele, neboť vyjadřuje zvyšující se finanční stabilitu podniku.



Výpočet tohoto ukazatele je vyjádřen vzorcem,

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.18)$$

**Ukazatel majetkového koeficientu** je obrácenou hodnotou předchozího ukazatele. Tento ukazatel souvisí s oblastí udržování tzv. optimální míry zadluženosti. Hodnocení tohoto ukazatele však patří mezi složitější. Z hlediska podniku je efektivní, aby se hodnota tohoto ukazatele vyvíjela stabilně, nebo alespoň neklesala. Tuto hodnotu lze pak vypočítat pomocí vztahu

$$\text{majetkový koeficient} = \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.19)$$

**Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu** je nutno posuzovat podle individuálních charakteristik daného podniku. Vždy závisí na fázi vývoje firmy, postoji vlastníků k riziku apod. U stabilních společností je interval, v němž by se měly hodnoty podle doporučení pohybovat mezi 80 % - 120 %. Dlouhodobý trend je však doporučován spíše klesající. Pro výpočet tohoto ukazatele je používán následující vzorec,

$$\text{zadluženost vlastním kapitálem} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.20)$$

**Ukazatel úrokového krytí** říká, jaký zisk firma produkuje nad rámec placených úroků. Akcionářům podniku podává informaci o tom, zda je podnik schopen splácet své závazky z úroků a věřitelům o tom, zda a jakým způsobem jsou zajištěny jejich nároky při případné likvidaci podniku. Čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím lepší situaci pro podnik to signalizuje. Jeho hodnotu je možno spočítat pomocí vztahu,

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)}}{\text{nákladové úroky}}. \quad (2.21)$$

Obrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je **ukazatel úrokového zatížení**. Ten vyjadřuje, jakou část celkového vytvořeného efektu odčerpávají placené úroky. V tomto případě je žádoucí co nejmenší hodnota ukazatele. Výpočet je možno provést na základě vzorce,

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)}}. \quad (2.22)$$

## Analýza soustav ukazatelů

Pomocí soustav ukazatelů je sestaven jednoduchý model, jenž zobrazuje vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Tímto modelem je pak vytvořen souhrn ukazatelů, jež lze následně rozkládat na další dílčí ukazatele až k detailům.

Do této skupiny soustav ukazatelů se řadí mj. pyramidové rozklady, kterým bude dále věnována pozornost.

**Pyramidové rozklady finančních ukazatelů** souhrnně znázorňují charakteristické znaky finančního zdraví podniku, jež byly zjištěny analýzou poměrových ukazatelů a zároveň je možno zjistit vzájemné souvislosti mezi rentabilitou, likviditou a finanční strukturou podniku.

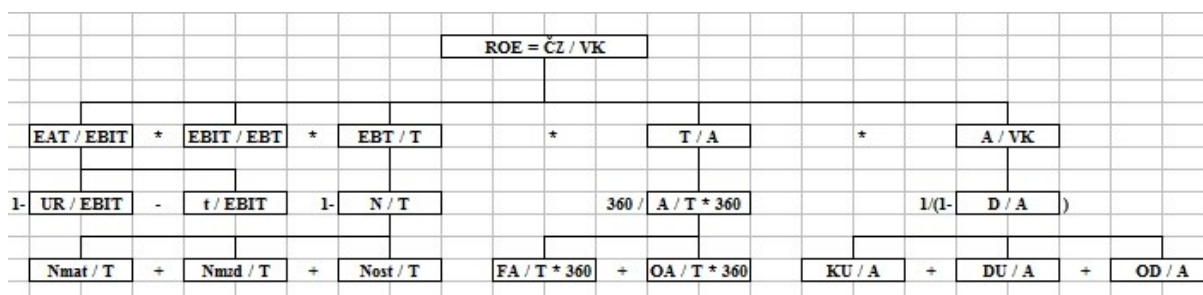
Ukazatele rentability patří mezi klíčové ukazatele výkonnosti každého podniku. Jsou ovlivňovány celou řadou různých faktorů a je tedy velmi důležité provádět rozbor vývoje a odchylek syntetických ukazatelů a také vyčíslit faktory, které tyto odchylky způsobují.

Jedná se o rozbor vrcholového syntetického ukazatele prostřednictvím matematických rovnic.

Vychází z myšlenky postupného rozkladu vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele, z nich se následně identifikují a kvantifikují vlivy dílčích činitelů. V podnicích se přistupuje k rozkladu různých ukazatelů, nejčastěji jsou to např. *EVA*, *ROE* či *ROA*.

Rozklad ukazatele *ROE* zobrazuje následný obr. 2.2.

Obr. 2.2: Pyramidový rozklad ROE



Zdroj: Zmeškal a kol., 2004

Jak je patrné z výše uvedeného obrázku, lze první úroveň rozkladu ukazatele ROE zapsat jako,

$$ROE = \frac{EAT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.23)$$

kde  $EAT/EBIT$  představuje ziskovost,  $EBT/EBIT$  je úrokové krytí,  $EBIT/T$  představuje provozní rentabilitu tržeb,  $T/A$  obrát aktiv a  $A/VK$  známe jako finanční páku. Detailněji lze ROE vyjádřit následovně,

$$ROE = \left(1 - \frac{FN}{T} - \frac{VN}{T}\right) \cdot \left[360 : \left(\frac{FA}{T} \cdot 360 + \frac{OA}{T} \cdot 360\right)\right] \cdot \left(\frac{A}{VK}\right). \quad (2.24)$$

kde  $T$  jsou tržby,  $OA$  a  $FA$  jsou oběžná a fixní aktiva,  $VK$  je vlastní kapitál,  $FN$  jsou fixní náklady a  $VN$  jsou variabilní náklady.

### Metody vypočtu odchylky

Odchylky souvisí s pyramidovým rozkladem syntetických ukazatelů, pomocí kterých se identifikují a kvantifikují vlivy dílčích činitelů na vrcholový ukazatel jako,

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i}, \quad (2.25)$$

kde je  $x$  analyzovaný ukazatel,  $\Delta y_x$  je přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele,  $a_i$  představuje dílčí vysvětlující ukazatel,  $x_{a_i}$  je vliv dílčího ukazatele na analyzovaný ukazatel  $x$ . Odchylky mohou být analyzovány absolutně či relativně.

$$\text{- absolutní odchylka: } \Delta x = x_1 - x_0, \quad (2.26)$$

$$\text{- relativní odchylka: } \Delta x = (x_1 - x_0) / x_0. \quad (2.27)$$

Vazby jsou zachyceny jako matematické rovnice. Je nutné vždy správně stanovit způsob sestavení pyramidové soustavy ukazatelů a také správnou metodu vyčíslení vlivů jednotlivých faktorů. Obecně se v soustavách vyskytují tzv. aditivní a multiplikativní vazby.

U **aditivní vazby** obecně platí, že celková změna je rozdělena podle poměru změny ukazatele na celkovou změnu ukazatelů,

$$\Delta x_{ai} = \frac{\Delta a_i}{\sum \Delta a_i} \cdot \Delta y_x. \quad (2.28)$$

U **multiplikativní vazby** jsou rozlišovány čtyři základní metody: metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, logaritmická metoda rozkladu a funkcionální metoda rozkladu. První dvě jmenované metody vycházejí z předpokladu, že při změně jednoho z ukazatelů jsou hodnoty ostatních ukazatelů neměnné. U posledních

dvou jmenovaných metod se předpokládá, že se jedná o kombinovanou změnu všech ukazatelů při vysvětlování jednotlivých faktorů.

U všech těchto metod lze pozorovat určité výhody, či naopak nevýhody jejich použití.

### Metoda postupných změn

Mezi **výhody** této metody lze zařadit zejména jednoduchost výpočtu a rozklad, který vyjde beze zbytku. **Nevýhodou** je poté především skutečnost, že velikost vlivů jednotlivých ukazatelů závisí na pořadí ukazatelů ve výpočtu. Metoda se však pro svou jednoduchost často v praxi využívá. Aby se eliminovaly nedostatky modelu, je nutné zachovávat metodiku a pořadí ukazatelů při analýzách. Součinem tří dílčích ukazatelů,  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ , lze vlivy vyčíslit následovně:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x},\end{aligned}\tag{2.29}$$

kde  $a_1, a_2, a_3$  jsou vysvětlující ukazatele,  $\Delta x_a$  představuje změnu vrcholového ukazatele.

Obecně je jakákoliv řada ukazatelů vypočítaná dle vztahu  $\Delta x_{a_i} = \prod_{j<i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j>i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$ .

### Metoda rozkladu se zbytkem

**Výhodou** metody je, že výsledky nejsou ovlivněny pořadím ukazatelů a rozklad je tedy jednoznačný. Za **nevýhodu** však lze považovat zbytek, který může vzniknout a nelze jej pak jednoznačně přiřadit jednotlivým vlivům. Metoda je tedy použitelná pouze při existenci pouze malého zbytku.

### Logaritmická metoda

**Výhodou** lze spatřovat v tom, že je reflektována současná změna všech analyzovaných ukazatelů zároveň. Stejně tak zde nezáleží na pořadí ukazatelů a výpočet je bezzbytkový. Výhodou je rovněž, že v tomto případě lze aplikovat také exponenciální vazbu. **Nevýhodou** je však zejména, že při výpočtu se vychází z logaritmů indexů, tedy

není možné tuto metodu uplatnit v případě záporných indexů. Vlivy jednotlivých ukazatelů lze vyjádřit následovně,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x. \quad (2.30)$$

### **Metoda funkcionální analýzy**

Za **výhodu** oproti logaritmické metodě lze považovat zejména to, že pracuje s diskrétními výnosy. Další výnosy jsou shodné, tedy je zde reflektována současná změna všech ukazatelů zároveň, nezáleží na pořadí ukazatelů, výpočet je bezezbytkový. Navíc zde odpadá také problém se zápornými indexy. Za **nevýhodu** lze poté považovat zejména problém určení váhy při rozdělování společných faktorů.

#### **2.4.4 SWOT analýza**

Na strategickou a finanční analýzu navazuje SWOT analýza. Jejím tvůrcem byl Albert Humphrey ze Stanfordovy univerzity a blíže identifikuje silné a slabé stránky podniku a příležitosti a hrozby, kterým je podnik vystaven. Vzájemné působení silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb je v zápětí použito pro stanovení strategie a rozvoje podniku. Je tedy zřejmé, že tato analýza má sloužit ke komplexnímu vyhodnocení fungování firmy, k nalezení možných problémů nebo nových možností růstů.

#### **2.4.5 Finanční plán**

V rámci finančního řízení podniku se vždy klade velký důraz na plánování kapitálových toků, tedy přírůstků či případně úbytků fikčních prostředků a přírůstků či úbytků majetku v průběhu plánovacího období. Tento přehled o plánovaných finančních prostředcích požadují po podniku především poskytovatelé finančních prostředků. Tento přehled se nejčastěji sestavuje v podobě finančního plánu, který je základem pro finanční plánování.

V rámci běžného řízení, je finanční plán je součástí podnikového plánu. Podnikový plán by v takovém případě měl být zejména v souladu s dlouhodobou podnikovou koncepcí, tedy s podnikovými vizemi a strategií. Je tvořen soustavou vzájemně vyvážených dílčích plánů, mezi něž řadíme především plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán investic, plán financování a další.

**Plán tržeb** se odvíjí od zjištěného procentuálního růstu, který byl vypočítán pomocí strategické analýzy. Důležité je také v této fázi posoudit dostatečnost výrobních

kapacit, a to zejména pro další potřeby v rámci plánu investic a plánu financování. **Plán provozní ziskové marže** je stanoven jako podíl provozního výsledku hospodaření před zdaněním k tržbám. Na základě zjištění provozní ziskové marže lze určit, jaký byl dosavadní vývoj vztahu mezi ziskem a dosahovaným výkonem. Obecný cíl lze tedy definovat jako zjištění vztahu mezi změnami nákladů a objemem výroby. **Plán pracovního kapitálu** lze definovat jako poměr mezi zásobami a tržbami. Spíše než pracovní kapitál, je však důležitější hodnota čistého pracovního kapitálu. Ta se stanovuje tak, že od pracovního kapitálu jsou odečteny neúročené závazky. Cílem této části plánu pracovního kapitálu je především posouzení náročnosti výkonů s vazbou na jednotlivé složky pracovního kapitálu. Výsledkem je zjištění hodnoty zásob, pohledávek a závazků. **Plán investic** vychází ze záměrů investiční výstavby a zároveň také z plánu výrobních kapacit vzhledem ve vztahu k růstu tržeb. Současně je však nutné také plánovat odpisy, aby nedošlo k zastarávání majetku firmy. Cílem **plánu financování** je určení, z jakých zdrojů dojde k zajištění potřebné finanční rovnováhy. Je nutno vycházet z toho, co pro podnik znamená navýšení vlastního kapitálu a zda není výhodnější přijmout další nebo nový úvěr. Patří zde také plánování splátek a úroků z úvěru apod. Mohou zde být zařazeny i **další plány**, kterými mohou být např.: plán prodeje, plán produkce, plán pracovních sil apod.

V případě, že je podnik oceňován pomocí výnosových metod, je nutné, aby odhadce pracoval s kompletním finančním plánem, který představuje budoucí odhady stavů, avšak ve zjednodušené podobě. Finanční plán si poté lze představit v podobě klasických účetních výkazů, tedy rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků. Při vypracování finančního plánu je však nutností neuvažovat pouze s historickými daty, ale pracovat také s aktuálním stavem a odhady do budoucna.

V takovém případě je tedy nutné, aby měl odhadce k dispozici kompletní finanční plán oceňovaného podniku. Při jeho sestavování je velmi častá spolupráce právě oceňovatele s vedením podniku. Obecně však nelze doporučit pouze přebrání finančního plánu v podobě, v jaké jej sestavil samotný management a to především v těch případech, kdy je účelem ocenění zjištění tržní či objektivizované hodnoty.

## 2.5 Metody oceňování

Posledním krokem doporučovaného postupu oceňování podniku je provedení vlastního ocenění. Samotnému ocenění předchází volba vhodné metody, která musí být

v souladu s předem definovaným cílem, pro který se ocenění provádí. Výsledkem ocenění je odhad kategorie hodnoty k rozhodnému datu.

V České republice jsou ocenění prováděna ve většině případů ve formě znaleckých posudků, které musí splňovat mj. požadavky na formální podobu. Tyto požadavky vyžadují, aby v posudcích byly uvedeny závěry ocenění, účel použití ocenění, kategorie hodnoty a další informace. Je rovněž požadováno, aby provedena ocenění byla uchovávána po dobu minimálně pěti let po dokončení ocenění a aby oceňovatel uvedl funkci, kterou při ocenění plní.

V teoretické a praktické literatuře se lze setkat s řadou metod oceňování. Obecně se tyto metody člení dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika.

V celém procesu ocenění je rozhodujícím krokem volba správné metody oceňování, neboť určitým způsobem ovlivňuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba správné metody je rovněž determinována účelem, pro který se ocenění provádí a subjektivním postojem oceňovatele provádějícího ocenění. Typickým rysem většiny podniků je jejich zadluženost, a právě z tohoto hlediska jsou metody oceňování určeny především pro oceňování zadlužených podniků.

Metody dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika vychází ze skutečnosti, že budoucí finanční toky, z nichž je hodnota podniku odvozena, jsou rizikové a nejisté. V rámci této skupiny metody jsou aplikovány dva přístupy, a to aktivní a pasivní. Pasivní přístupy nepředpokládají aktivní zásahy managementu v budoucnu, a pak lze použít metodu upraveného nákladu kapitálu anebo metodu jistotních ekvivalentů. Naopak aktivní přístupy předpokládají budoucí zásahy managementu a lze mezi ně zařadit flexibilní metody za rizika, založené na aplikaci metodologie reálných opcí.

Metody dle konceptu ocenění se člení na výnosové metody, majetkové metody, komparativní metody a kombinované metody. Výnosové metody jsou obecně založeny na principu stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. Majetkovými metodami je hodnota kapitálu vyvozována z reprodukční ceny aktiv a veškerého oceňovaného majetku. U komparativních metod je hodnota kapitálu stanovena porovnáním hodnoty s jinými výrobními celky s obdobnými a srovnatelnými vlastnostmi. Výsledná hodnota kapitálu v případě kombinovaných metod je určena váženým průměrem hodnot stanovených pomocí výnosových, majetkových a komparativních metod.

U většiny metod pro oceňování podniku by měla být aktiva podniku rozdělena na provozně nutná a nenutná. Zároveň s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady, jež souvisí s těmito provozně nepotřebnými aktivy. Důvodem je mj. fakt, že část majetku podniku nemusí být využívána a neplynou z něj žádné nebo jen zanedbatelné příjmy

### **2.5.1 Výnosové metody**

Jsou založeny na předpokladu, že hodnota statků je určena jako očekávaný užitek neboli výnos pro jeho držitele, čímž mohou být např. zisk, dividendy nebo finanční toky. Při stanovení hodnoty podniku pomocí těchto metod je důležité dbát zejména na definici budoucích výnosů, volbu časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu. Mezi základní výnosové metody patří metoda diskontovaných peněžních toků, metoda založená na kapitalizaci dividend a metoda ekonomické přidané hodnoty, jež je uvedena v samostatné kapitole 2.8.

#### **Metoda diskontovaných peněžních toků**

Nejběžnějšími metodami, které oceňování standardy zmiňují, jsou diskontované peněžní toky, které jsou reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku). V současné praxi je tato metoda nejvíce využívána v USA a Velké Británii, začíná se rovněž stále častěji prosazovat i v podmínkách českých podniků.

Metoda je založena na odhadu budoucích volných peněžních toků. Pro tuto metodu je nutností dbát zejména na správné stanovení tří základních komponent: budoucích peněžních toků, nákladů kapitálu a stanovení hodnoty pomocí metody ocenění.

V souvislosti s tím, zda je určována hodnota vlastního, či celkového kapitálu a v souvislosti s tím, jak jsou stanoveny finanční toky a náklady kapitálu jsou rozlišovány čtyři základní metody oceňování podniku:

- 1) metoda *DCF-Entity*,
- 2) metoda *DCF-Equity*,
- 3) metoda *DDM* (Dividend Discount Model),
- 4) metoda *APV* (Adjusted Present Value).

V praxi jsou nejčastěji využívány první dvě zmiňované metody, neboť dividendový diskontní model lze využívat v zemích s vyspělým a efektivním kapitálovým trhem a metoda APV je užitečná při analyzování vlivu zadluženosti na hodnotu podniku.



Pomocí metody **DCF-Entity** je zjišťována hodnota celkového kapitálu za pomoci stanovení peněžních toků pro vlastníky i věřitele (tedy firmu jako celek)  $FCFF$  a je diskontována průměrnými celkovými náklady kapitálu  $WACC$ . Tato metoda se využívá s cílem stanovit tržní hodnotu celkového kapitálu podniku, jejíž propočet lze provést následovně,

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.31)$$

Cílem metody **DCF-Equity** je tržní ocenění pouze vlastního kapitálu za použití nákladů vlastního kapitálu  $R_E$  a volných peněžních toků pouze pro vlastníky  $FCFE$ . Hodnota podniku je poté určena takto,

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.32)$$

V případě metody **DDM** je oceňován opět vlastní kapitál, přičemž peněžní tok pro vlastníky je v tomto případě vyjádřen pomocí dividendy. Dividendový model je považován za modifikovaný model DCF, kdy namísto FCF je zde používána dividendy. Tato metoda je často používána v tržních podmínkách s vyspělým kapitálovým trhem, tudíž je vázána pouze na podniky dosahující zisku a stabilně vyplácející dividendy. Existují dvě verze této metody, a to s konstantními FCF a s konstantně rostoucími FCF, což je tzv. Gordonův model. Hodnota podniku je propočtena dle následujících vztahů,

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.33)$$

nebo

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.34)$$

kde  $DIV$  je dividendy v běžném období,  $R_E$  je náklad vlastního kapitálu,  $g$  je konstantní tempo růstu dividend do nekonečna.

Posledním typem metod diskontovaných peněžních toků je metoda **APV**, která slouží k oceňování celkového kapitálu. Jak již bylo uvedeno, tato metoda slouží k analyzování vlivu zadluženosti na hodnotu podniku, a z tohoto důvodu jsou finanční toky u této metody tvořeny toky nezadlužené firmy  $FCFE_U$ . Pro zjištění hodnoty nezadluženého podniku je nutné znát náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy  $R_U$ . Pro potřeby ocenění zadluženého podniku je třeba přičíst současnou hodnotu daňového štítu  $TS$  diskontovanou náklady dluhu  $R_D$ . Hodnota podniku je následně určena takto,

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.35)$$

### 2.5.2 Metoda kapitalizovaných výnosů

Vychází z principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou přitom odhadovány z údajů z bilance a výkazu zisku a ztrát za období 3-5 let, vychází se tedy z historických dat.

Klíčová je zde úprava na tzv. trvale udržitelný zisk. Tento předpoklad znamená, že účetní zisk musí být podroben řadě korekcí. Zisk má vycházet pouze z nákladů a výnosů z hlavní činnosti, neuvažují se zde mimořádné náklady a výnosy, odpisy se upravují na reálné opotřebení, nepravidelné náklady a výnosy jsou průměrovány, vylučují se skryté rezervy či metodické změny v účetnictví apod. Trvale udržitelný zisk  $Z$  lze vyjádřit následovně,

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.36)$$

kde  $Z_t$  je zisk v minulých obdobích upravený o korekce,  $w_t$  jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím,  $T$  je počet let zahrnutých do výpočtu.

Pro výpočet hodnoty podniku je použita hodnota trvale udržitelného zisku vypočtena dle vzorce 2.36, která je diskontována náklady kapitálu  $R$ . Podoba vzorce pro výpočet hodnoty podniku je následující,

$$V = \frac{Z}{R}. \quad (2.37)$$

### 2.5.3 Majetkové metody

Oceňovací koncepce majetkových metod spočívá v individuálním ocenění aktiv, dluhů a závazků. Velikost majetkového ocenění je dána množstvím oceněných položek a pravidly pro jejich ocenění. Podle účelu, za kterým je majetkové ocenění prováděno, je možno rozlišit tři základní metody. Jedná se o metodu likvidační hodnoty, metodu substanční a metodu účetní.

#### Účetní metoda

Ocenění podniku účetní metodou je prováděno podle zásad platných v účetnictví. Dle těchto zásad je sestavena rozvaha, která obsahuje stavy majetku a jejich zdrojů

k určitému časovému okamžiku. Právě tyto stavové veličiny jsou východiskem účetní metody.

Hodnota podniku vychází z principu historických cen, a odpovídá na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Základem je ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Hodnota netto je vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál.

Tento přístup spočívá v ocenění zvláště jednotlivých složek aktiv. Jejich součtem obdržíme souhrnné ocenění aktiv, a po odečtení hodnoty závazků a dluhů je zjištěna hodnota vlastního kapitálu.

Výhodou této metody je jednoduchost a dostupnost vstupních dat, nevýhodou je účetní přístup a rovněž skutečnost, že patří mezi nejméně přesné metody.

### **Substanční metoda**

Je spojována s reprodukční pořizovací cenou jednotlivých aktiv, která jsou snížena o reálné ocenění závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračujících podnikatelských operací podniku. Substanční hodnota zobrazuje souhrnné ocenění majetkových složek a závazků podniku, kdy výsledkem je netto hladina substanční hodnoty  $S_n$ . Výpočet této hodnoty je znázorněn v níže uvedeném schématu.

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \text{ Výnos z prodeje nepotřebného majetku } \\ = & \text{ **Substanční hodnota brutto } S_b \text{ } \\ - & \text{ *Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách* } \\ = & \text{ **Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}****$$

Výhodou této metody je, že odráží tržní podmínky, neboť pracuje s reprodukční pořizovací cenou. Nevýhodu pak lze spatřovat v tom, že při výpočtu není předpokládán vliv současné a budoucí výnosnosti podniku a současně v tom, že nebere v úvahu goodwill a specifická nehmotná aktiva spojená s fungováním podniku jako celku.

### **Metoda likvidační hodnoty**

Účelem této metody je zjistit hodnotu veškerého majetku, v případě, že podnik již nebude pokračovat ve své činnosti. Zároveň se předpokládá, že dojde k prodeji aktiv, čímž se splatí závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Zbylá část peněžních prostředků

pak představuje likvidační hodnotu podniku, která patří vlastníkům. Lze rovněž říci, že tato metoda umožňuje odhadnout dolní hranici hodnoty podniku.

#### **2.5.4 Komparativní metody**

Jsou často označovány jako metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání. Nejlepší podmínky pro využití této metody jsou ve Spojených státech, ale i u nás v Evropě přichází tato metoda v úvahu, ovšem jen pro omezený počet akciových společností. Hodnota kapitálu či aktiv je prostřednictvím komparativních metod stanovena porovnáním hodnoty podniku s jiným celkem, který je charakteristický obdobnými a srovnatelnými vlastnostmi. K této metodě se nejčastěji přistupuje u podniků, jejichž podíly se veřejně obchodují na finančních trzích. Hodnota firmy je stanovena následovně,

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.38)$$

Ze vzorce 2.38 vyplývá, že důležitým prvkem při aplikaci této metody je multiplikátor, jehož princip je jednoduchý, neboť představuje poměr tržní ceny k nějaké vztahové veličině. Nejznámějším a nejpoužívanějším multiplikátorem je multiplikátor P/E, tedy poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii. Kromě tohoto multiplikátoru je dále používán multiplikátor MV/BV, tedy poměr mezi tržní hodnotou firmy a účetní hodnotou firmy. Obecně lze říci, že tyto multiplikátory zohledňují rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků.

Výhodou této metody je především jednoduchost výpočtů a relativně rychlé zjištění konkrétních výsledků. Výsledky, jichž dosáhneme touto metodou nám však slouží především k posouzení reálnosti výsledků, jichž jsme dosáhli pomocí výnosových metod. Důvodem je to, že komparativní metoda nám spíše než konkrétní hodnotu, vymezuje prostor, ve kterém se hodnota podniku bude pohybovat. Aby byla tato metoda reálně použitelná, je nutné nalézt vždy podnik srovnatelný s podnikem oceňovaným a zároveň je nutné nalézt vhodný ukazatel v relativním vyjádření pro následný výpočet. Z tohoto důvodu má tato metoda nižší vypovídací schopnost, protože je velmi obtížné nalézt podnik, který by byl srovnatelný.

#### **2.5.5 Kombinované metody**

Hodnota prostřednictvím kombinovaných metod se zjistí jako vážený průměr hodnot určených pomocí metod výnosových, majetkových a komparativních. Obecně lze výpočet vyjádřit následovně,

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.39)$$

kde  $w_i$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a  $V_i$  je hodnota propočtená dle jednotlivých metod, kde  $w_i \in [0,1]$  a  $\sum_i w_i = 1$ .

Často se přitom kombinují výsledky zjištěné pomocí metody výnosové a substanční, protože dochází k zohlednění jak majetkové, tak výnosové stránky firmy. Využitím této metody částečně eliminujeme nedostatky jak substanční, tak i výnosové metody.

### **2.5.6 Fázové metody**

U většiny podniků v praxi se předpokládá, že jeho existence bude nekonečně dlouhá, což nazýváme tzv. going concern. Jedná se ovšem o natolik dlouhé časové období, že by bylo nemožné plánovat pro jednotlivé roky peněžní toky. Při oceňování podniku se proto přistupuje k rozdělení tohoto období na jednotlivé fáze. Používají se poté metody jednofázové, dvoufázové a obecně vícefázové.

Tyto metody jsou nejběžněji uplatňovány na metodách diskontovaných peněžních toků, ovšem nevylučuje se jejich použití i na dalších metodách, které vycházejí z odhadu budoucích ekonomických veličin.

#### **Jednofázová metoda - perpetuita**

Nejjednodušší předpoklad je stejné chování podniku po celé období jeho trvání. V tom případě se používá jednofázová metoda a hodnotu podniku lze vyčíslit jako perpetuitu. Pokud budou uvažovány konstantní peněžní toky, poté se hodnota podniku určí takto,

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.40)$$

nebo bude-li předpokládáno konstantní tempo růstu  $g$ , případně pokles, pak

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.41)$$

kde  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $R$  jsou náklady kapitálu.

Jednofázová metoda má nejjednodušší způsob výpočtu, avšak v praxi se mnohem více uplatní metoda dvoufázová.

#### **Dvoufázová metoda**

Vychází z předpokladu, že v první fázi lze relativně snadno a přesně odhadnout vývoj peněžních toků a ve fázi následující už lze odhadnout pouze jejich trend vývoje. Obecně platí, že první fáze trvá zpravidla 4 až 6 let, avšak záleží vždy na každém konkrétním podniku, jak dlouhou první fázi určí. Po skončení první fáze poté bezprostředně začíná fáze druhá, u které platí, že její trvání je nekonečné. Hodnotu podniku za obě fáze poté určíme následovně,

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.42)$$

kde  $V$  je celková hodnota podniku,  $V_1$  je hodnota podniku za první fázi, která se vypočte takto,

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.43)$$

a  $V_2$  je hodnota podniku za druhou fázi, kterou lze určit následovně,

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.44)$$

kde  $T$  představuje délku první fáze,  $FCF$  vyjadřuje volné peněžní toky,  $R_t$  jsou náklady kapitálu v dané fázi a  $t$  jsou jednotlivé roky.

Ve druhé fázi lze stanovit pouze trend vývoje peněžních toků. V této fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou, která představuje hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Pokračující hodnota v případě konstantních peněžních toků a doby trvání do nekonečna v druhé fázi se tedy vypočítá jako,

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.45)$$

kde  $R_2$  jsou náklady kapitálu ve druhé fázi. V případě konstantního růstu peněžních toků  $g$ , pak je pokračující hodnota  $PH$  vyjádřena následovně,

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.46)$$

### Vícefázové metody

Další používané metody jsou poté tří a vícefázové. U nich se období rozdělí na několik fází, které na sebe bezprostředně navazují a poslední fáze poté trvá do nekonečna. Výslednou hodnotu podniku poté zjistíme tak, že sečteme peněžní toky za jednotlivé fáze. Obecně lze tedy hodnotu vyjádřit takto,

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.47)$$

Vztah 2.47 lze vyjádřit pomocí fázových hodnot  $FH$ , které určují hodnotu podniku za danou fázi k počátku dané fáze. Aby byla zjištěna hodnota za danou fázi  $V_i$ , je nutné diskontovat fázovou hodnotu k momentu oceňování.

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1+R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1+R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1+R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1+R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.48)$$

kde  $T_i$  vyjadřuje délku od momentu oceňování po konec  $i$ -té fáze. Fázová hodnota  $FH$  je pak obecně vyjádřena takto,

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1+g_t}{(1+R_i)^t}, \quad (2.49)$$

kde  $Q_i = T_i - T_{i-1}$  je délka fáze.

## 2.6 Stanovení volných peněžních toků

Významné a průřezové uplatnění nejen při oceňování podniku mají volné finanční toky (*Free Cash Flow*,  $FCF$ ), které lze chápat jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, jež jsou generovány majetkem podniku a vztahující se k určité kategorii kapitálu. Obecně se rozlišují volné finanční toky pro vlastníky a věřitele  $FCFF$  (*Free Cash Flow to the Firm*), volné finanční toky pro vlastníky  $FCFE$  (*Free Cash Flow to the Equity*) a volné finanční toky pro věřitele  $FCFD$  (*Free Cash Flow to the Debt*).

Správné vymezení volných peněžních toků je nezbytné při oceňování podniku metodami diskontovaných peněžních toků  $DCF$ .

Peněžní toky jsou určovány za firmu jako celek, jedná se tedy o tzv.  $FCFF$  a ty se skládají ze dvou složek, z peněžních toků pro vlastníky ( $FCFE$ ) a peněžních toků pro věřitele ( $FCFD$ ). Platí tedy, že

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.50)$$

Východiskem k určení volných peněžních toků, které charakterizují toky z pohledu vlastníka, jsou finanční toky z provozní, investiční a finanční činnosti, jež lze vyjádřit takto,

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV + S, \quad (2.51)$$

kde  $\Delta \text{ČPK}$  je změna čistého pracovního kapitálu, neboli rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky,  $INV$  jsou investiční výdaje, a  $S$  je rozdíl mezi čerpáním úvěrů v daném roce a splátkami úvěrů v daném roce.

Volné peněžní toky pro věřitele *FCFD* vyjadřující toky z pohledu věřitelů lze vypočítat následovně,

$$FCFD = úroky(1-t) - S, \quad (2.52)$$

kde  $t$  je sazba daně z příjmů a  $S$  je rozdíl mezi příjmem z inkasovaných splátek z dluhu a výdaji na poskytnuté dluhy (úvěry).

Sečtením těchto dvou peněžních toků získáme peněžní toky pro vlastníky i věřitele a výpočet tedy vypadá následovně,

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\check{C}PK - INV + úroky \cdot (1-t), \quad (2.53)$$

kde  $t$  je sazba daně.

Kromě výše uvedeného výpočtu lze pro výpočet peněžních toků pro vlastníky i věřitele použít rovněž následující vztah,

$$FCFF = (T - NBOUr - ODP - Ur_t) \cdot (1-t) + ODP + Ur \cdot (1-t) - \Delta\check{C}PK - INV. \quad (2.54)$$

kde  $T$  jsou tržby,  $NBOUr$  jsou náklady bez odpisů a úroků,  $Ur$  jsou úroky,  $t$  je sazba daně z příjmů,  $\Delta\check{C}PK$  je změna čistého pracovního kapitálu, neboli rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky,  $INV$  jsou investiční výdaje.

## 2.7 Náklady kapitálu

Nejčastěji lze náklady kapitálu chápat jako náklady podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady na kapitál poté vyjadřují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu, resp. vnitřní výnosové procento.

Současná literatura podává dvojí pohled na náklady kapitálu, a to pohled investora a pohled podniku. Z hlediska investora náklady kapitálu představují požadavek na výnosnost, která musí být dosahována, aby nedošlo k poklesu hodnoty pro investory. Z hlediska podniku jsou náklady kapitálu chápány jako cena za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti.

V oblasti nákladů kapitálu jsou rozlišovány tři kategorie těchto nákladů, které jsou významné mj. pro stanovení hodnoty podniku. Jedná se o náklady na celkový, cizí a vlastní kapitál.

### Náklady na celkový kapitál

Kombinace dvou zbylých kategorií nákladů kapitálů představuje náklady na celkový kapitál *WACC*, jež jsou vypočteny takto,



$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.55)$$

kde  $E$  představuje vlastní kapitál,  $D$  je úročený cizí kapitál,  $C$  je celkový kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $R_D$  náklady cizího kapitálu a  $t$  je sazba daně z příjmů.

### Náklady na cizí kapitál

Představují úroky, případně kuponové platby, které musí podnik zaplatit svým věřitelům. Zároveň zde však působí tzv. daňový štít, který představuje úsporu z daní, kterou podnik získá zapojením cizího kapitálu. Náklady cizího kapitálu lze vyjádřit pomocí následujícího vztahu takto,

$$R_D = i \cdot (1-t), \quad (2.56)$$

kde  $i$  představuje úrokovou míru z dluhu a  $t$  je sazba daně.

V praxi bývá obvyklejší, že má podnik různou strukturu úvěrů, v takovém případě lze stanovit náklady na cizí kapitál jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb. V případě, že nelze z různých důvodů získat informace o stavu úvěrů, poté se přistupuje ke stanovení úrokové sazby jako podílu nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů.

### Náklady na vlastní kapitál

Obecně lze říci, že náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí, a to z důvodu, že riziko vlastníka, jež vkládá prostředky, je vyšší než riziko věřitele, neboť vlastník tyto prostředky vkládá na neomezenou dobu. Jeho výnos není dopředu znám a rovněž závisí na hospodářské činnosti podniku. Naproti tomu věřitel prostředky vkládá na přesně vymezenou dobu, za kterou se mu vrátí a má zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka. Dalším důvodem potvrzujícím, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na kapitál cizí, jsou daňově uznatelné nákladové úroky snižující zisk jako základ pro výpočet daně z příjmů. Tomuto efektu se říká daňový štít.

Proces stanovení **nákladů na vlastní kapitál** je složitý. Existují však tržní modely nebo metody a modely vycházející z účetních dat, které lze použít pro odhad těchto nákladů. Mezi nejpoužívanější patří:

- model oceňování kapitálových aktiv – *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*,
- dividendový růstový model,

- arbitrážní modely – *APM (Arbitrage Pricing Model)*
- stavebnicové modely.

**Model CAPM** představuje tržní přístup ke stanovení nákladů vlastního kapitálu, který se používá v zemích s vyspělým kapitálovým trhem. Jedná se o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv. Rovnováhu v tomto modelu představuje mezní sklon očekávaného výnosu a rizika, který je pro všechny investory stejný. Tento model lze vyjádřit následovně,

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.57)$$

kde  $E(R_E)$  představuje očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

**Dividendový růstový model** se využívá zejména u oceňování akcií, kde tržní hodnota akcie je dána jako současná hodnota budoucích dividend z akcie v jednotlivých letech. Hodnotu nákladů vlastního kapitálu lze určit takto,

$$R_E = \frac{DIV}{TC_{akcie}} \quad (2.58)$$

kde  $DIV$  představuje hodnotu dividend a  $TCA$  je tržní cena akcie.

V případě, že je předpokládán konstantní růst dividendy, lze náklady vlastního kapitálu stanovit následovně,

$$R_E = \frac{DIV}{TC_{akcie}} + g, \quad (2.59)$$

kde  $g$  je hodnota růstu.

**Arbitrážní model** oceňování je alternativním modelem oceňování aktiv a rovněž představuje tržní přístup ke stanovení nákladů vlastního kapitálu. Na rozdíl od modelu CAPM se však jedná o model vícefaktorový, protože bere v úvahu několik rizikových faktorů. Náklady na vlastní kapitál lze podle arbitrážního modelu stanovit takto,

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.60)$$

kde  $E(R_E)$  představuje očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru a  $E(R_j)$  je očekávaný výnos j-tého faktoru.

**Stavebnicové modely** jsou nejvíce využívány v zemích, kde není dokonalý kapitálový trh a kde tržní přístup k ekonomice funguje teprve krátkou dobu. Představuje možnost stanovení nákladů vlastního kapitálu tam, kde není možno využít modelu CAPM a arbitrážní model.

U stavebnicového modelu jsou náklady vypočteny jako součet bezrizikové sazby a rizikových premií. Důležité však je, že rizikové premie nejsou odhadovány z kapitálového trhu, ale z účetních dat.

V České republice je nejvyužívanější tzv. stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu vycházející z předpokladu modelu MM II. Pomocí tohoto modelu můžeme stanovit náklady celkového kapitálu, avšak vždy nezadlužené firmy a to následovně,

$$WACC_U \equiv R_E^U = R_f + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.61)$$

kde  $R_F$  je bezriziková sazba,  $R_{podnikatelské}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{finstab}$  je rizikové přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku.

Takto zjištěné náklady celkového kapitálu se dále upraví a náklady celkového kapitálu zadlužené firmy jsou pro  $D=UZ-VK$  určeny takto,

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.62)$$

kde  $WACC_L$  jsou celkové náklady zadlužené firmy,  $WACC_U$  jsou celkové náklady nezadlužené firmy,  $A$  představuje hodnotu celkových aktiv a  $t$  je sazba daně.

Náklady na vlastní kapitál jsou pak určeny následovně,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.63)$$

kde  $UZ=VK+BU+OBL$  jsou úplatné zdroje,  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace,  $A$  jsou aktiva,  $CZ$  je čistý zisk,  $Z$  je hrubý zisk,  $\frac{CZ}{Z}$  je daňová redukce,  $UM$  je úroková míra.

Náklady na vlastní kapitál lze ovšem určit i pomocí přírážek takto,

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.64)$$

kde riziková přírážka za zadluženost označená  $R_{finstr} = R_E - WACC_U$ . U této přírážky jsou doporučovány limity na velikost přírážky z důvodu zamezení extrémních případů. V případě, že  $R_E = WACC_U$ , pak  $R_{finstr} = 0$ , v případě  $R_E = WACC_U > 10\%$ , pak  $R_{finstr} = 10\%$ .

Propočet výše uvedených přírážek, tedy produkční síly, likvidity, velikosti podniku a finanční stability je následující.

**Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity**  $R_{finstab}$  charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv a je navázána na ukazatel celkové likvidity. Rovněž jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity  $XL1$  a  $XL2$ , jejichž doporučované hodnoty pro jednotlivé podniky jsou  $XL1=1$ ,  $XL2=2,5$ . Je-li celková likvidita  $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{finstab} = 10\%$ . Pokud  $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{finstab} = 0\%$ . Pokud bude  $XL1 < L3 < XL2$ , pak

$$R_{finstab} = \left( \frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1.$$

**Riziková přírážka charakterizující produkční sílu**  $R_{podnikatelské}$  je závislá na ukazateli  $\frac{EBIT}{A}$ , který je porovnáván s ukazatelem  $X1$ . Tímto je nahrazován úplatný cizí

kapitál nahrazován vlastním kapitálem a je definován jako  $X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM$ . Jestliže

$\frac{EBIT}{A} > X1$ , pak  $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéodvětví}$ . Jestliže  $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{podnikatelské} = 10\%$ .

Pokud  $0 \leq \frac{EBIT}{A} \leq X1$ , pak  $R_{podnikatelské} = \left( \frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1$ .

**Riziková přírážka charakterizující velikost podniku**  $R_{LA}$  je navázána na velikost úplatných zdrojů podniku, tedy součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Když  $UZ \geq 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0\%$ . Když  $UZ \leq 0,1$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 5\%$ . Za předpokladu, že  $UZ > 0,1$  mld. Kč a zároveň  $UZ < 3$  mld. Kč, použije se následující propočet  $R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$ .

## 2.8 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pro účely stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod lze použít ukazatel **EVA** (*Economic value added*), který je založen na konceptu ekonomického zisku. Již delší dobu je součástí ekonomické a finanční teorie, ale rovněž se prosazuje v podnikové praxi v zemích s vyspělou tržní a transformující se ekonomikou.

Tento přístup byl vyvinut a zároveň zpopularizován v USA poradenskou firmou Stern Stewart & Comp. v 90. letech 20. století. Firma definovala ekonomickou přidanou hodnotu jako rozdíl mezi provozním hospodářským výsledkem (*NOPAT*) a náklady na cizí kapitál, přičemž se bere v úvahu cena vlastního kapitálu. Později se tento přístup rozšířil i do evropských zemí.

Ekonomická přidaná hodnota (*EVA*) vychází z předpokladu, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. Máme zde na mysli jak náklady vlastního kapitálu, tak dluhu. Tak jak věřitelé si nárokují výplatu svých úroků tak i akcionáři požadují vyplacení adekvátní míry návratnosti vloženého kapitálu, která by kompenzovala jejich riziko.

Metodu *EVA* pro účely ocenění lze uplatnit několika způsoby. V zásadě se rozlišuje *EVA-Entity*, *EVA-Equity* a v praxi příliš nepoužívaná *EVA-APV*.

Konkrétní postup propočtu ukazatele *EVA* je ovlivněn jednak dostupností dat, jednak způsobem stanovení nákladů kapitálů. Základní obecná podoba vzorce pro výpočet je následující,

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC, \quad (2.65)$$

kde *NOPAT* je zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po zdanění, *Capital* je kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku, *WACC* jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

V případě této metody je zde *Capital* chápán jako hodnota vázaná v aktivech pro dosažení operačního zisku. Tato hodnota, avšak z pohledu aktiv, je pak označována jako čistá operační aktiva – *NOA*. Východiskem k určení hodnoty *NOA* je rozvaha, která podléhá následující úpravě:

- z celkových aktiv je třeba vydělit neoperační aktiva,
- aktiva je vhodné snížit o neúročený cizí kapitál, aby se předešlo problémům s odhadováním nákladů na tento kapitál při určování diskontní míry,
- vyloučení mimořádných položek,
- účetní aktiva je třeba převést na „skutečná aktiva“.

Zde je nutno zdůraznit, že by měla být zachována vazba mezi operačními aktivy a výsledkem hospodaření z operační činnosti *NOPAT*. Ten by měl obsahovat pouze ty výnosy a náklady, jež souvisí s aktivy, které jsou součástí *NOA*. Základem pro dosažení *NOPAT* může být výsledek hospodaření za běžnou činnost nebo provozní výsledek hospodaření. V případě, že jako základ bude použit výsledek hospodaření za běžnou činnost, bude postup následující,

Výsledek hospodaření za běžnou činnost

- + nákladové úroky
  - výnosy z neoperačního majetku
  - + náklady na neoperační majetek
  - + odpisy goodwillu
  - + původní náklady s investičním charakterem
  - odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
  - + leasingová platba (původní náklad na leasing)
  - odpisy majetku pronajatého na leasing
  - neobvyklé zisky
  - + neobvyklé ztráty
- Eliminovat tvorbu a rozpuštění nákladových rezerv
- Úprava daní na úroveň *NOPAT*.

V případě, že jako základ bude použit provozní výsledek hospodaření, výše uvedené úpravy budou shodné s jedinou výjimkou, kdy k provoznímu výsledku hospodaření nebudou přičteny nákladové úroky, nýbrž finanční výnosy z finančního majetku, který je součástí výpočtu *NOA*.

Po stanoveních jednotlivých komponent tohoto ukazatele lze stanovit hodnotu podniku *V* pomocí ukazatele *EVA*. V případě metody *EVA-Entity* se jedná o následující vztah,

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.66)$$

kde  $EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}$ ,  $NOA_0$  představuje čistá operační aktiva k datu ocenění,  $WACC$  jsou průměrné vážené náklady na celkový kapitál.  $D_0$  je hodnota úročených dluhů k datu ocenění,  $A_0$  jsou neoperační aktiva k datu ocenění.

Pokud bude pro výpočet hodnoty podniku použita metoda *EVA-Equity*, pak se bude postupovat dle následujícího vzorce,

$$V = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1 + R_E)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1 + R_E)^T} + A_0, \quad (2.67)$$

kde  $EVA = EAT_t - VK_{t-1} \cdot R_E$ ,  $VK_0$  je vlastní kapitál k datu ocenění, který lze vypočítat jako  $NOA_0 - CK_0$ ,  $R_E$  jsou náklady na vlastní kapitál,  $EVA = EAT_t - VK_{t-1} \cdot R_E$ .

Za předpokladu nedostupnosti dat lze přistoupit k výpočtu hodnoty podniku zjednodušeným způsobem.

V této diplomové práci bude pozornost zaměřena na *EVU-Entity*, která bývá zjednodušeně definována takto,

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot NOA, \quad (2.68)$$

kde  $NOPAT = EBIT \cdot (1 - t)$ ,  $EBIT$  je zisk před úroky a daněmi,  $t$  je sazba daně z příjmů,  $WACC$  jsou náklady na celkový kapitál a  $NOA$  jsou čistá operační aktiva. Dále bude pozornost zaměřena na *EVU-Equity*, která je vyjádřena takto,

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.69)$$

kde  $ROE$  vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu a  $E$  vyjadřuje vlastní kapitál.

Je-li používán ukazatel  $EVA$  pro účely ocenění, pracuje se s pojmem tržní přidaná hodnota  $MVA$ , který má velmi úzký vztah k ukazateli  $EVA$ . Rozdíl mezi těmito dvěma ukazateli spočívá v tom, že ukazatel  $EVA$  hodnotí výkonnost podniku z vnitřního pohledu, ukazatel  $MVA$  pak charakterizuje tržní pohled, čili hodnocení z vnějšího pohledu. Obecně lze říci, že ukazatel  $MVA$  lze vyjádřit jako hodnotu aktiv nebo vlastního kapitálu. Tržní přidanou hodnotu  $MVA$  lze stanovit jako současnou hodnotu budoucích  $EVA$  takto,

$$MVA = PV(EVA) = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.70)$$

kde  $R$  jsou náklady kapitálu.

Po provedení předchozích propočtů lze stanovit hodnotu podniku  $V$  pomocí ukazatele  $EVA$ . V případě metody  $EVA-Entity$  jsou východiskem pro stanovení hodnoty výchozí čistá operační aktiva  $NOA_0$  a tržní přidaná hodnota  $MVA$ , což lze definovat takto,

$$V = NOA_0 + MVA_{ENTITY}. \quad (2.71)$$

V případě metody  $EVA-Equity$  je pro stanovení hodnoty podniku  $V$  použita výchozí hodnota vlastního kapitálu  $E$  a tržní přidaná hodnota  $MVA$ , což lze vyjádřit následovně,

$$V = E_0 + MVA_{EQUITY}. \quad (2.72)$$

## 2.9 Analýza citlivosti

Celý postup oceňování podniku by neměl končit stanovením hodnoty podniku danými metodami, nýbrž by měl být vyčíslen vliv odchylek vstupních dat a předpokladů na změnu výsledné hodnoty. K tomu je využívána analýza citlivosti, která by měla být nedílnou součástí finančně-analytických úvah.

Za předpokladu, že syntetický finanční ukazatel je obecně vyjádřen jako funkce dílčích ukazatelů  $U = f(F_1, F_2, \dots, F_n)$ ,

pak je citlivost souhrnného ukazatele na první faktor, obdobně i pro další faktory, stanovena dvojím způsobem. Buď jako hodnota při změně faktoru a to takto,

$$U_{1+\alpha}^{F1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \text{ nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru,}$$

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n] - U,$$

kde  $\alpha$  vyjadřuje relativní odchylku, která může být buďto kladná, nebo záporná.

Ve zvláštním případě, kdy je funkce v lineárním tvaru  $U = f(F_1, F_2, \dots, F_n) = a_1 \cdot F_1 + a_2 \cdot F_2 + \dots + a_n \cdot F_n$ , může být vliv stanoven následovně,

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U = \alpha \cdot a_1 \cdot F_1.$$

V této diplomové práci bude provedena analýza citlivosti při stanovení hodnoty firmy dvoufázovou metodou  $DCF-Entity$  a analýza citlivosti hodnoty  $EVA-Entity$ .

Na příklad citlivost hodnoty  $EVA$  a přírůstku na změnu hodnoty kapitálu lze vyjádřit jako,

$$EVA_{1+\alpha} = NOPAT - NOA \cdot (1+\alpha) \cdot WACC. \quad (2.73)$$



U zkoumání vlivů ostatních faktorů se bude postupovat obdobně. V případě, že bude zkoumán vliv  $NOPAT$ , tak se bude postupovat takto,

$$EVA_{1+\alpha} = NOPAT \cdot (1 + \alpha) - NOA \cdot WACC. \quad (2.74)$$

Za předpokladu zkoumání vlivu  $NOA$  bude použit následující vztah,

$$EVA_{1+\alpha} = NOPAT - NOA \cdot (1 + \alpha) \cdot WACC. \quad (2.75)$$

V případě dvoufázové výnosové metody  $DCF-Entity$  lze provést analýzu citlivosti peněžních toků  $FCFF$  a nákladů kapitálu  $WACC$ , ale rovněž lze provést jednofaktorovou citlivost hodnoty podniku na jednotlivé faktory, vyjádřenou jako přírůstek,

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = V_{1+\alpha}^{faktor} - V.$$

Může být provedena citlivostní analýza na tržby  $T$ , náklady bez odpisů a úroků  $NBOU_r$ , odpisy  $ODP$ , změnu čistého pracovního kapitálu  $\check{CPK}$ , investiční výdaje  $INV$ , a daňovou sazbu  $tax$ .

Citlivost na tržby lze vyjádřit následovně,

$$\Delta V_{\alpha}^T = \alpha \cdot [PV_1(T) + PV_2(T)]. \quad (2.76)$$

Obdobně pro další faktory je možno změnu hodnoty určit takto,

$$\Delta V_{\alpha}^{ODP} = \alpha \cdot [PV_1(ODP) + PV_2(ODP)], \quad (2.77)$$

$$\text{kde } PV_1 = \sum_{t=1}^T tr \cdot ODP_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad PV_2 = \frac{1}{R_A \cdot (1 + R_A)^T} tr \cdot ODP_{T+1}.$$

$$\Delta V_{\alpha}^{NBOUr} = -\alpha \cdot [PV_1(NBOUr) + PV_2(NBOUr)], \quad (2.78)$$

$$\text{kde } PV_1 = \sum_{t=1}^T (1 - tr) \cdot NBOUr_t \cdot (1 + R_A)^{-t}, \quad PV_2 = \frac{1}{R_A \cdot (1 + R_A)^T} \cdot (1 - tr) \cdot NBOUr_{T+1}.$$

$$\Delta V_{\alpha}^{\Delta \check{CPK}} = -\alpha \cdot [PV_1(\Delta \check{CPK}) + PV_2(\Delta \check{CPK})], \quad (2.79)$$

$$\text{kde } PV_1 = \sum_{t=1}^T \Delta \check{CPK}_t \cdot (1 + R_A)^{-t}, \quad PV_2 = \frac{1}{R_A \cdot (1 + R_A)^T} \Delta \check{CPK}_{T+1}.$$

$$\Delta V_{\alpha}^{INV} = -\alpha \cdot [PV_1(INV) + PV_2(INV)], \quad (2.80)$$

$$\text{kde } PV_1 = \sum_{t=1}^T INV_t \cdot (1 + R_A)^{-t}, \quad PV_2 = \frac{1}{R_A \cdot (1 + R_A)^T} INV_{T+1}.$$

$$\Delta V_{\alpha}^{tax} = -\alpha \cdot tr \cdot [PV_1(T, ODP, N) + PV_2(T, ODP, N)], \quad (2.81)$$

$$\text{kde } PV_2 = \frac{1}{R_A \cdot (1 + R)^T} \cdot (T_{T+1} - NBOUr_{T+1} - ODP_{T+1}).$$

kde  $PV_1$  představuje současnou hodnotu faktoru za první fázi k momentu ocenění,  $PV_2$  vyjadřuje současnou hodnotu faktoru za druhou fázi k momentu ocenění.

V případě posouzení vlivu nákladů kapitálu, je nutné postupovat následovně,  
 $\Delta V_\alpha^R = V_{1+\alpha}^R - V$ , neboť tento faktor ovlivňuje nelineárně všechny složky.

### **3 FINANČNÍ A STRATEGICKÁ ANALÝZA STROJÍRENSKÉHO PODNIKU**

Kapitola je zaměřena na finanční a strategickou analýzu strojírenského podniku BONATRANS GROUP, a. s. Kromě tohoto obsahuje rovněž SWOT analýzu, finanční plány a bližší charakteristiku strojírenského podniku.

#### **3.1 Charakteristika strojírenského podniku**

Záměrem této části kapitoly je představit historický vývoj BONATRANS GROUP, a. s. a následně základní údaje podniku.

##### ***3.1.1 Historie podniku***

Podnikem, který byl vybrán k ocenění, je BONATRANS GROUP, a.s. Počátky vzniku podniku sahají až do roku 1965, kdy v rámci státního podniku Železářny a drátovny Bohumín byla zahájena výstavba závodu na výrobu železničních kol a dvojkolí. V roce 1966 byla spuštěna výroba ve válcovně kol a obručí a kovárně náprav, a o dva roky později, v roce 1968, v nově spuštěné obrobně bylo vyrobeno první železniční dvojkolí.

Krátce po zahájení výroby se ukázalo, že kapacity jeho výroby a sortiment přesahuje svým rozsahem rámec tehdejšího území Československa. Závod tak začal působit exportně. Vyprodukované výrobky směřovaly do zemí, se kterými bylo, v době studené války a rozdělení světa „železnou oponou“, možné obchodovat. Jednalo se o Východní Evropu včetně Východního Německa (NDR).

Zlomovým obdobím pro celou československou ekonomiku, tedy i pro závod, byl rok 1989, který přinesl do Československa demokracii a přechod hospodářství na tržní systém. Tato změna ze dne na den způsobila rozpad tradičních zemí a trhů, kam směřovala produkce celé tehdejší československé ekonomiky. Toto nelehké období přinutilo vedení společnosti, jak rovněž zaměstnance, k hledání nových zákazníků na trzích Západní Evropy či mimo Evropu.

Průnik na mimoevropské trhy byl podmíněn získáním celé řady certifikátů. Ty závod získal a podařilo se mu prosadit se na nových trzích Západní Evropy. Významnými odběrateli se stali zákazníci v Rakousku a Německu.

V roce 1993 došlo ke změně názvu podniku na ŽDB, a. s. V roce 1998 byly uvedeny do provozu nové haly, jež byly určeny pro montáž železničního dvojkolí

a obrábění kol. Koncem devadesátých let se z důvodu neuvážených rozhodnutí vlastníků a tzv. „tunelování“ ocitla společnost ŽDB, a. s. na pokraji bankrotu. To vedlo jak ke změnám ve struktuře vlastníků (akcionářů), tak nutnosti prodeje části aktiv za účelem plnění dlužných závazků.

K 1. říjnu 1999 se závod železničního dvojkolí oddělil od mateřské společnosti ŽDB a došlo tak ke vzniku společnosti Bonatrans, na níž byly převedena veškerá práva, závazky i aktiva.

Od svého vzniku podnik Bonatrans, aktuálně BONATRANS GROUP, a. s., jehož jediným akcionářem je Bonatrans Group Holding Limited, prošel dynamickým vývojem.

Podnik BONATRANS GROUP, a. s., je úzce spojen s městem Bohumín, živým srdcem české železniční dopravy a důležitým železničním uzlem. Je to již více než 50 let od první úvahy o výstavbě jediného závodu na území Bohumína a více než 10 let pod značkou Bonatrans. Jeho dobré postavení lze odůvodnit dobrou spoluprací akcionářů, managementu a zaměstnanců podniku, výrobou kvalitních a složitých soustrojí a kolejových dvojkolí, systémem kvality řízení, rozšiřováním kapacity výroby či zkracováním dodacích lhůt finální produkce.

### ***3.1.2 Základní údaje o podniku***

Obchodní firma:	BONATRANS GROUP, a. s.
Sídlo:	Bohumín, Revoluční 1234, PSČ 735 94
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	6 000 000,- Kč

Mezi výrobky podniku BONATRANS GROUP, a. s., jež je největším evropským a šestým na světě výrobcem, patří především železniční dvojkolí a jejich součásti (kola, kotouče, obruče, nápravy) jejichž výroba představuje téměř 99 % výnosů společnosti. Dál se může pyšnit výrobky zcela nové konstrukce, jako jsou např. pryží odpružená kola s tlumiči hluku a vibrací nebo výrobky „šitými na míru“ dle požadavků zákazníka. Zákazníky společnosti jsou výrobci vagónů, tramvají, ale i lokomotiv po celém světě. Dodávky směřují do 75 zemí světa na 5 kontinentech. Hlavní potenciál růstu společnosti spatřovalo vedení firmy ve zvyšování podílu u zakázek pro klientské portfolio, kde se zařadily společnosti Siemens, Alstom, Bombardier, Hyundai Rotem a Vossloh. V rámci předmětu své činnosti dále provozuje zařízení související s krátkodobým ubytováním, pronajímá vlastní nemovitosti, velmi úzce spolupracuje s výzkumnými ústavy u nás

(např. Vysoká škola báňská – Technická univerzita v Ostravě či SOU – strojírenským v Bohumíně, tak na Slovensku a západní Evropě.

BONATRANS GROUP, a. s. vlastní certifikáty podle revidované normy týkající se kvality pro železniční průmysl IRIS (International Railway Industry Standard), v níž jsou stanoveny vysoké požadavky nejen na kvalitu, ale i na bezpečnost výrobku a plynulost dodávek v celém dodavatelském řetězci. Dále vlastní certifikáty podle všeobecné normy pro kvalitu ISO 9001, podle norem pro ochranu zdraví zaměstnanců OHSAS 18001 a pro ochranu životního prostředí EMS 14001.

### **3.2 Strategická analýza**

V této části diplomové práce bude provedena strategická analýza BONATRANS GROUP, a. s. Týká se tedy vymezení vnitřního a vnějšího potenciálu podniku. Následuje prognóza tržeb podniku pro období let 2010 – 2015.

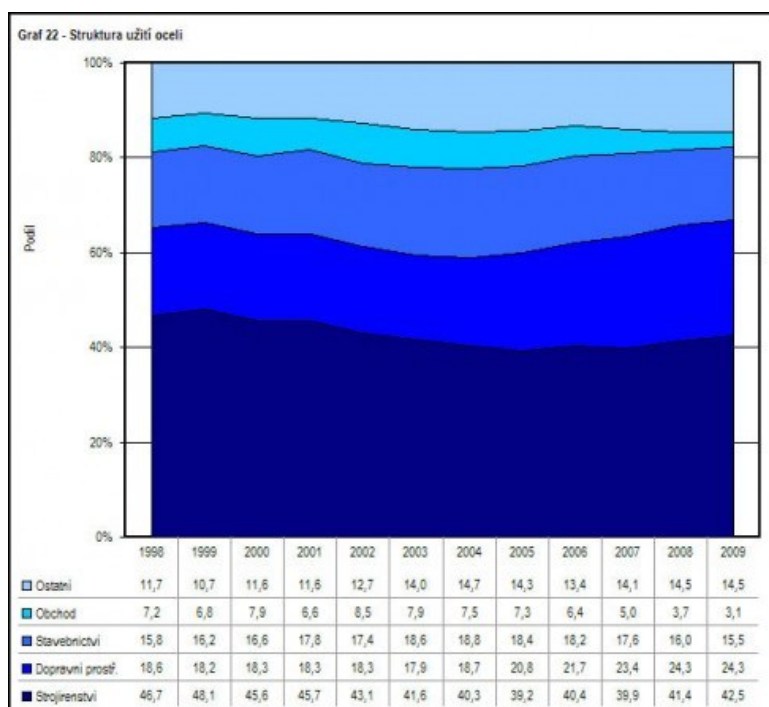
#### **3.2.1 Vnější potenciál**

Podnik je vystaven souboru nejrůznějších vnějších vlivů, kterým se musí přizpůsobovat. Ty formují trh, zdroje podniku i konkurenční prostředí a jsou zdrojem změn, jež vedou k úspěchu či selhání podniku jako celku.

Byl zkoumán vliv ekonomických faktorů, konkrétně inflace, hrubého domácího produktu, úrokových sazeb, kurzu české koruny k euru, nezaměstnanosti a ceny oceli. Dále byly posouzeny vlivy faktorů sociálních, technologických a politických.

Cena oceli, zde byla zahrnuta proto, že právě ocel je vstupním materiálem pro výrobu železničních kol a náprav. Výroba kolejových vozidel, patří mezi nejdůležitější strojírenské obory a v grafu 3.1 vidíme, že právě strojírenství nejvíce využívá již zmíněnou ocel. Použití v ostatních oborech je zanedbatelné.

Graf 3.1: Využití oceli jednotlivými obory



Zdroj: <http://www.hz.cz/cz/struktura-uziti-oceli>

### **Ekonomické faktory**

BONATRANS GROUP, a. s. je podnikem orientujícím se na vývoz. Bezmála 95 % své produkce vyváží mimo území České republiky. Na ekonomické výsledky podniku má tudíž značný vliv vývoj světové ekonomiky. Na vývoj podniku působí nejvíce ukazatele vývoje inflace, hrubého domácího produktu, úrokových sazeb, měnového kurzu, nezaměstnanosti a ceny oceli.

Informace o vývoji světové ekonomiky jsou velmi omezené, tudíž jim bude věnována jen okrajová pozornost.

Vývoji světové ekonomiky dominovala v roce 2009 nečekaně silná recese. Po pominutí akutní fáze finanční krize začala světová ekonomika ve druhé polovině roku pozvolna oživovat díky razantním podpůrným opatřením hospodářských politik a také díky posilující důvěře privátního sektoru.

Současné prognózy předpokládají v dalších dvou letech opětovné zvyšování globální ekonomické aktivity, i když z hlediska jednotlivých zemí a regionů dosti nevyrovnaně.

## ***Inflace***

Hodnota inflace v České republice v roce 2010 byla blízko prognózy České národní banky. Ta předpokládala, že se inflace bude nacházet zhruba na úrovni 2% inflačního cíle, platného od začátku roku 2010. Ačkoliv prognózy byly téměř splněny u jednotlivých skupin spotřebitelských cen, byly zřejmé výrazné výkyvy v obou směrech. Protiinflačně působily administrativní vlivy, tedy dopady regulovaných cen a změny nepřímých daní platné od 1. ledna 2010, které nebyly zachyceny v prognóze, neboť o těchto změnách bylo rozhodnuto až ve druhé polovině roku 2009. Změny nepřímých daní se týkaly zvýšení obou sazeb daně z přidané hodnoty o 1 procentní bod, zvýšení spotřebních daní u cigaret, piva, alkoholu a pohonných hmot. Vývoj cen pohonných hmot, jež se rovněž podílí na vývoji inflace, jsou ovlivňovány vývojem cen ropy a kurzem CZK/USD, které byly považovány za nejrychleji rostoucí složku inflace. Ve třetím čtvrtletí roku 2010 růst cen pohonných hmot zpomalil, a tento trend bude pokračovat i v následujících dvou čtvrtletích. Dle prognóz vycházejících z tržních výhledů cen benzínu, ropy a vývoje kurzu CZK/USD je očekáváno, že ceny pohonných hmot v nejbližších dvou čtvrtletích budou mírně růst. Tato prognóza byla dle údajů za leden roku 2011 potvrzena.

Přípustná hodnota inflace je jedním z tzv. maachstritských kritérií, jejichž splnění je základní podmínkou pro vstup České republiky do oblasti jednotné měny euro. Mezi tato další kritéria patří kritérium dlouhodobých úrokových sazeb, veřejného deficitu, hrubého veřejného dluhu, stability kurzu měny a účasti v mechanismu ERM II. Zavedení měny euro v České republice je v současné době odloženo a nový termín nebyl stanoven.

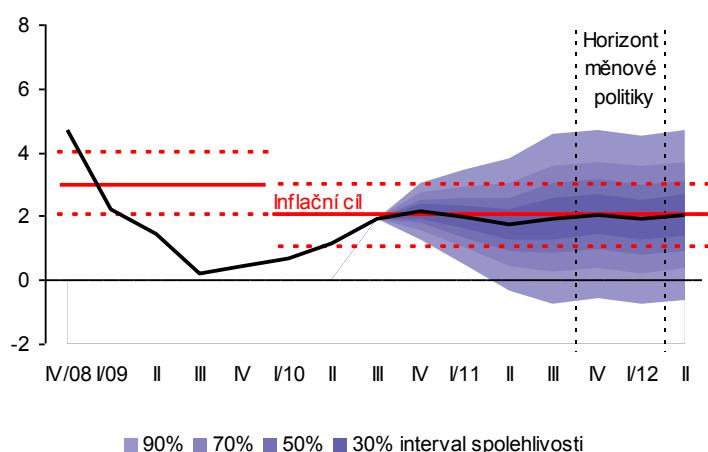
V grafu 3.2 je zachycena nejistota budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Plná čára znázorňuje minulý vývoj a predikci, přerušovaná čára pak představuje skutečný vývoj inflace. Nejtmavší pásma, jež se nachází kolem středu prognózy signalizuje vývoj, který nastane z 30% pravděpodobností. Následující jasnější pásma zobrazují vývoj s 50%, 70% a 90% pravděpodobností.

Tab. 3.1: Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen

ukazatel	horizont	výše
meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen	1. čtvrtletí 2012	2,0 %
	2. čtvrtletí 2012	2,1 %

Zdroj: Česká národní banka

Graf 3.2: Vějířový graf celkové inflace



Zdroj: Česká národní banka

Dle údajů OECD úroveň světové inflace v roce 2010 mírně vzrostla na 1,8 %, oproti předchozímu roku, kdy inflace činila 0,6 %. V roce 2011 je prognózován pokles na 1,5 % a v roce 2012 pokles na 1,4 %.

### ***Hrubý domácí produkt (HDP)***

Tempo růstu české ekonomiky ve druhém čtvrtletí roku 2010 se výrazně zrychlilo zejména postupným obnovováním stavu zásob. K tomuto vývoji přispěla mírně kladně spotřeba vlády, čistý vývoz a váhově nejvýznamnější výdajová složka hrubého domácího produktu (spotřeba domácností), jejíž růst je přisuzován příznivému vývoji na trhu práce. Ve třetím čtvrtletí roku 2010 pokračovaly růstové tendence české ekonomiky. Faktory, které měly vliv na tento vývoj, byly investiční poptávka, spotřeba domácností, zahraniční obchod, ale rovněž tržní služby a výkonnost průmyslových odvětví. Negativní vliv měly konsolidace ve veřejném sektoru. V úhrnu za celý rok 2010 se HDP meziročně navýšil o 2,3 %.

Prognózy České národní banky předpokládají zpomalení tempa růstu české ekonomiky v roce 2011 zapříčiněné především fiskálními konsolidacemi, zpomalením růstu zahraniční poptávky a upuštěním od doplňování zásob i investic do solárních elektráren. V roce 2012 je očekáváno, že dojde k opětovnému nárůstu ekonomické aktivity vlivem zrychlení dynamiky zahraniční poptávky a oživení domácí spotřeby.

V grafu 3.3 je zachycena nejistota budoucího vývoje sezónně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásmo, jež se nachází kolem středu prognózy signalizuje vývoj, který



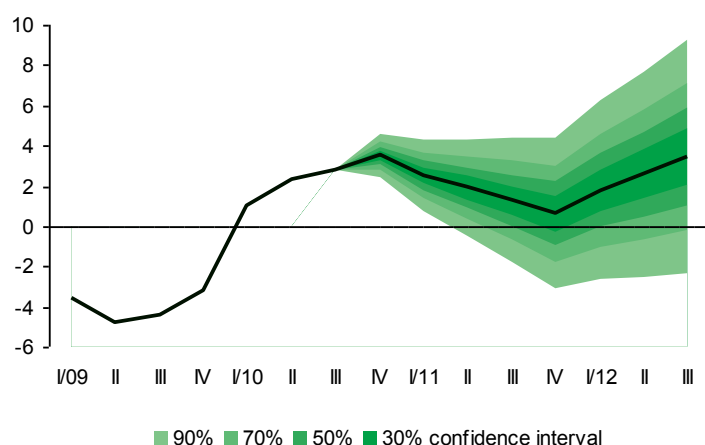
nastane z 30% pravděpodobností. Následující jasnější pásma zobrazují vývoj s 50%, 70% a 90% pravděpodobností.

Tab. 3.2: Meziroční růst reálného HDP

ukazatel	rok	výše
meziroční růst reálného HDP	2011	1,6 %
	2012	3,0 %

Zdroj: Česká národní banka

Graf 3.3: Vějířový graf reálného HDP



Zdroj: Česká národní banka

Ve své zprávě, *Economic Outlook*, OECD uvedl, že úroveň globálního hospodářského růstu v roce 2010 činila 4,6 %. Oproti roku 2009 si polepšila o 5 %. Z odhadu OECD vyplývá, že světový hospodářský růst v následujícím roce mírně oslabí, a v roce 2012 se vrátí zpět na úroveň v roce 2010.

BONATRANS GROUP, a. s. spadá do cyklického odvětví. Oproti jiným odvětvím v České republice se výrobcům kolejových vozidel dařilo i v průběhu celosvětové hospodářské krize díky dlouhodobým kontraktům na dodávky kolejových vozidel. Celosvětová hospodářská krize se totiž v tomto odvětví projevila s určitým zpožděním vzhledem k určité setrvačnosti a k dlouhé realizačně době projektů. Nicméně i přes mírný vliv celosvětové hospodářské krize na hospodářské výsledky podnikání, BONATRANS GROUP, a. s. v roce 2009 udržel své prvenství v pořadí firem dle dosažených tržeb v roce 2009 v odvětví výroby ostatních dopravních prostředků a zařízení.

### ***Úrokové sazby***

Úroková sazba, za níž si banky vzájemně poskytují úvěry na českém mezibankovním trhu, je PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate).

Sazba PRIBOR je často používána jako referenční, což znamená, že úrokové sazby u některých úvěrů jsou vázány úplně nebo částečně na sazbu PRIBOR a následně se od ní odvíjí. Tříměsíční úroková sazba (3M PRIBOR) je používána vždy z předposledního pracovního dne v předchozím měsíci. Dle pravidel České národní banky je sazba PRIBOR stanovena pomocí francouzského standardu, kdy není používán přesný počet dní v měsíci, ale 360 dnů v roce.

Ve třetím čtvrtletí roku 2010 byla sazba 3M PRIBORU na úrovni 1,2 % a na této stejné úrovni se udržela i v následujícím čtvrtletí. Za celý rok 2010 dosáhl 3M PRIBOR hodnoty 1,3 %. V roce 2011 je očekáváno na základě predikce, že dosáhne úrovně 1,3 %. Mírný nárůst sazby PRIBOR je predikován od druhého pololetí roku 2011, nicméně tento nárůst by neměl být nijak razantní a neměl by nijak omezit křehké ožívování ekonomiky restriktivními úspornými opatřeními. V roce 2012 je odhadována výše 3M PRIBORU na úrovni 2,0 %.

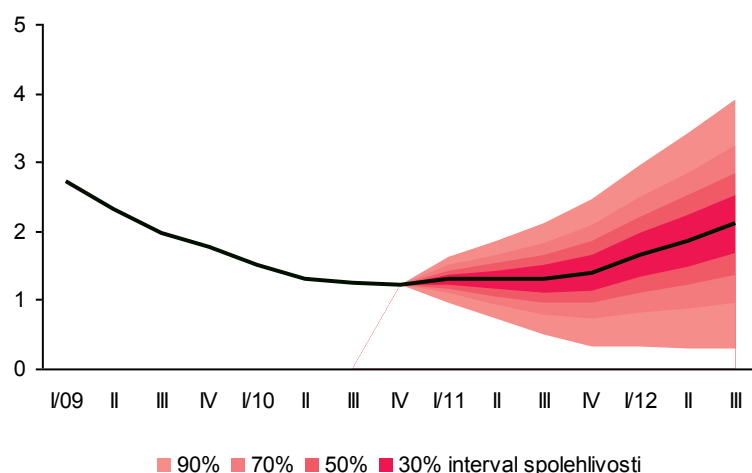
V grafu 3.4 je zachycena nejistota budoucího vývoje úrokových sazeb. Nejtmavší pásma, jež se nachází kolem středu prognózy signalizuje vývoj, který nastane z 30% pravděpodobnosti. Následující jasnější pásma zobrazují vývoj s 50%, 70% a 90% pravděpodobností.

Tab. 3.3: Úrokové sazby 3M PRIBOR

ukazatel	rok	výše
úrokové sazby 3M PRIBOR	2011	1,3 %
	2012	2,0 %

Zdroj: Česká národní banka

Graf 3.4: Vějířový graf reálného 3M PRIBOR



Zdroj: Česká národní banka

### ***Měnový kurz***

Posílení kurzu koruny vůči euru ve třetím čtvrtletí roku 2010 bylo ovlivněno sentimentem krátkodobých investorů a informacemi o zlepšení ratingu České republiky. V následujícím čtvrtletí kurz koruny vůči euru oslabil. Dle zpracovaného citlivostního scénáře kurzu Českou národní bankou se předpokládá, že do roku 2012 budou zachovány tendence k mírnému reálnému a nominálnímu zhodnocování. To bude ovlivněno příznivým výhledem výkonové bilance na rok 2011 a obnovením reálných konvergencí od roku 2012. Naopak zhodnocování koruny mohlo být tlumeno zhoršováním obchodní bilance, vysokými dividendami nerezidentů z přímých investic a růstem krátkodobé úvěrové angažovanosti rezidentů vůči zahraničí.

Kromě koruny dochází k posilování ostatních evropských měn vůči euru a to, švýcarského franku, švédské koruny a polského zlotého. Proti tomu posilování se země snaží čelit devizovými intervencemi.

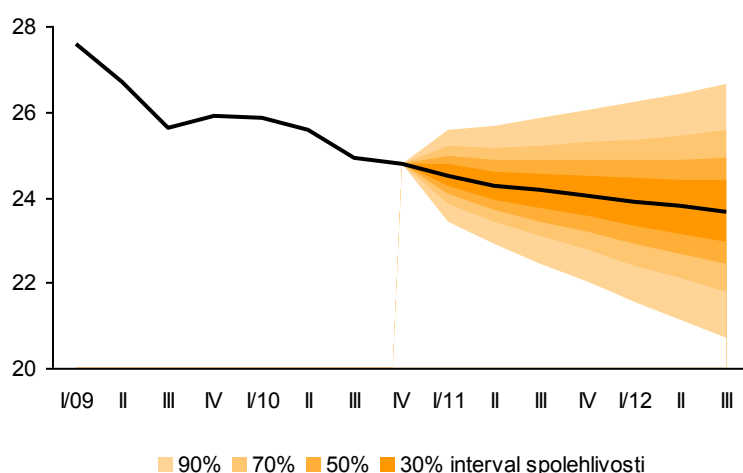
V grafu 3.5 je zachycena nejistota budoucího vývoje kurzu. Nejtmavší pásma, jež se nachází kolem středu prognózy signalizuje vývoj, který nastane z 30% pravděpodobnosti. Následující jasnější pásma zobrazují vývoj s 50%, 70% a 90% pravděpodobnosti.

Tab. 3.4: Kurz CZK/EUR

ukazatel	rok	výše
kurz CZK/EUR	2011	24,5
	2012	24,0

Zdroj: Česká národní banka

Graf 3.5: Vějířový graf vývoje kurzu



Zdroj: Česká národní banka

BONATRANS GROUP, a. s. používá zajišťovací deriváty v reálné hodnotě k omezení kurzových rizik spojených s platbami v cizí měně. K 31. 12. 2009 byly deriváty k zajištění v reálné hodnotě ve výši -489 532 Kč.

Zpevňování kurzu koruny představuje pro exportující podnik nepříznivou situací. Za své výrobky totiž podnik obdrží nižší finanční částku. Naopak oslabování kurzu je výhodné. Důležité je rovněž zmínit, že pro výrobu je jako vstupní surovina nezbytná ocel. Tu podnik rovněž nakupuje v zahraničí, a v tomto případě je pro něj silnější kurz výhodou.

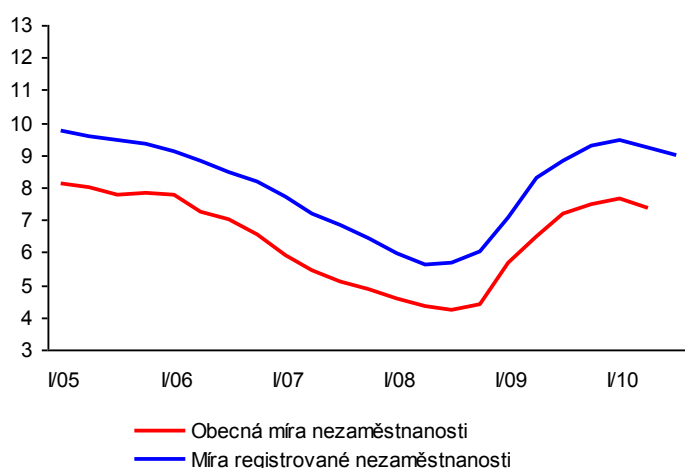
### *Nezaměstnanost*

Pouze mírný pokles zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí roku 2010 přispěl k příznivému vývoji obecné a registrované míry nezaměstnanosti. Meziroční tempo růstu průměrné mzdy po období výrazného zpomalení na začátku roku mírně zrychlilo. Zároveň ve druhém čtvrtletí roku 2010 se zrychlil růst národohospodářské aktivity. Oživením ekonomické aktivity a mírným nárůstem objemu mezd a platů se mzdová náročnost produktu i ve druhém čtvrtletí roku 2010 meziročně snížila.

Obecná míra nezaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí roku 2010 po období nepříznivého nárůstu snížila vlivem nárůstu zaměstnanosti, poklesu pracovní síly ovlivněný změnou ekonomické aktivity populace ve věku nad patnáct let. Stejně klesající tendence měla míra registrované nezaměstnanosti, přičemž tento trend pokračoval i v následujícím období.

Celková zaměstnanost v prvním čtvrtletí roku 2010 dosáhla svého dna, nicméně v následujícím čtvrtletí roku 2010 dochází k obratu.

Graf 3.6: Vývoj obecné míry a míry registrované nezaměstnanosti



Zdroj: Česká národní banka

I přes postupné upevňování světové ekonomiky, problémem zůstává vysoká úroveň světové nezaměstnanosti. Ta se v roce 2010, dle zprávy OECD, dostala zatím na nejvyšší úroveň (8,3 %). V následujících dvou letech je odhadováno postupné snižování míry nezaměstnanosti na 7,5 % v roce 2012.

### ***Cena oceli***

Během posledních dvou měsíců roku 2010 stoupla téměř o čtvrtinu. Podnětem k těmto rostoucím tendencím byly záplavy v australském státě Queensland, jež vážně narušily světové dodávky koksovatelného uhlí, které je nezbytné pro výrobu oceli. Průmysloví výrobci se tak začali předzásobovat ocelí, což způsobilo vytlačení cen americké válcované oceli směrem nahoru na 724 dolarů za tunu a cena koksovatelného uhlí se vyšplhala až na 350 dolarů za tunu. Další důležitou komponentou při výrobě oceli je železná ruda, která za poslední tři měsíce podražila své dodávky do Číny na 178,3 dolaru za tunu.

Skokový růst cen oceli zvyšuje rostoucí obavy z inflace, nicméně výkyvy těchto cen mají na spotřebitele nižší efekt než změny cen potravin či energií.

### **Sociální faktory**

Český strojírenský průmysl se potýká s problémem nedostatku kvalifikovaných pracovníků. Je to především způsobeno neochotou mladých lidí vyučit se řemeslu a upřednostňováním studia na vysokých školách.

BONATRANS GROUP, a. s. usiluje být atraktivním zaměstnavatelem, který svým zaměstnancům nabízí stabilitu a perspektivu zaměstnání, sociální výhody, partnerský přístup a možnost odborného růstu. Od svých zaměstnanců pak očekává profesionální přístup k práci, spolupráci při realizaci firemních cílů a maximální snahu o neustálé zlepšování všech procesů na všech úrovních.

Mezi sociální výhody lze zahrnout např. příspěvek na kapitálové životní pojištění či odměny na letní dovolenou a Vánoce.

### **Technologické faktory**

V dnešní moderní době musí každý podnik sledovat rychlý růst technologického pokroku, takže i mnou analyzovaný podnik BONATRANS GROUP, a. s. Nepřípůsobování se technologickému vývoji by mohlo vést ke snížení hospodářského výsledku, odlivu odběratelů, v nejhorším případě ke krachu. Předejít těmto nepříznivým situacím je možné sledováním dvou základních oblastí. Jedná se o technicko – technologický vývoj v oblasti výroby železničních dvojkolí a náprav a dále o pokroky a postupy v oblastech, jež jsou využívány jen z části ( IT technologie, personalistika). Rychle se rozvíjející technologie jsou spojeny s problémem vysokých nákladů. Do technologického pokroku je možné rovněž zařadit enviromentální politiku, v rámci které by měly být dodržovány normy týkající se této oblasti. Všechny zmíněné oblasti technologického pokroku by měly být zkoumány i z hlediska budoucích prognóz.

BONATRANS GROUP, a. s. investuje každoročně nemalé prostředky do zavádění nových technologií šetrných k životnímu prostředí tak, aby poskytl svým zákazníkům jistotu prvotřídních výrobků a služeb.

### **Politické faktory**

Česká republika je stát s demokratickým zřízením se všemi klasickými složkami moci, včetně kontinentálního systému práva a jeho specifik.

Existuje věda právních předpisů, kterými se musí BONATRANS GROUP, a. s. řídit. Jednotlivé předpisy se často mění, a proto je důležité, aby byl podnik schopen tyto změny registrovat. Přitom musí mít rovněž přehled o nařízeních a předpisech Evropské unie.

K legislativním změnám platným od 1. ledna 2011 došlo mj. v oblasti zákona o nemocenském pojištění, zákona o pojistném na sociální zabezpečení a příspěvku na

státní politiku zaměstnanosti, zákoníku práce, zákona o zaměstnanosti, zákona o důchodovém pojištění i některých dalších.

Dále se podnik řídí vyhláškami Mezinárodní železniční unie (UIC), železničními normami výrobců kolejových vozidel (odběratelů), předpisy železničních zahraničních i českých drah, atd.

### **3.2.2 Vnitřní potenciál**

Vnitřní prostředí podniku je velmi důležité pro tvorbu strategií podniku a konkurenční pravidla hry. K hodnocení konkurenční síly podniku je vhodný Porterův model pěti konkurenčních sil, jež zahrnuje dodavatele, odběratele, existující konkurenci, potenciální konkurenci a konkurenci substitučních výrobků.

K **zákazníkům** podniku BONATRANS GROUP, a. s. patří významné železniční dráhy a dále producenti železničních vagonů, lokomotiv, tramvají či vozů metra téměř po celém světě, což dokazuje obr. 3.1. Prodej sortimentu společnosti je všeobecně realizován pro zákazníky tří hlavních zákaznických skupin. Jedná se o výrobu nových vozů osobní dopravy a lokomotiv, výrobu nákladních vozů a náhradní spotřebu. Výpadek poptávky u některých zákazníků se společnost snaží kompenzovat rostoucím podílem u jiných zákazníků, především u nejvýznamnější evropské železnice DB AG a na trhu západní Evropy. Společnost se rovněž angažuje daleko více na mimoevropských trzích.

Významným českým odběratelem (výrobcem) je Škoda Transportation, a. s. a odběratelem (železnicí) jsou České dráhy, a. s.

Obr. 3.1: Země dodávek BONATRANS GROUP, a. s.



Zdroj: <http://www.bonatrans.cz/>

BONATRANS GROUP, a. s. má celou řadu **dodavatelů**. Za ty nejdůležitější lze považovat dodavatele oceli, jako hlavní vstupní suroviny pro výrobu železničních dvojkolí.

Podnik z velké části nakupuje ocel pro kola a obruče v České republice, nicméně další zdroje oceli získává rovněž ze zahraničí. Jelikož na evropském trhu je nedostatek speciální oceli na výrobu železničních kol a její cena roste, BONATRANS GROUP, a. s. nakupuje od čínské ocelářské provincie (Jin-gsu) surovinu za stovky milionů korun, což představuje asi deset procent potřeb firmy. Čínská ocel disponuje špičkovou kvalitou, proto se BONATRANS GROUP, a. s. rozhodl, že kromě oceli na výrobu železničních kol bude spolupracovat s čínskými partnery na výrobě oceli pro výrobu náprav, která má odlišné parametry.

Dle klasifikace ekonomických činností (CZ – NACE)<sup>8</sup> je možno považovat za největší **konkurenční podniky** se stejným oborem činnosti Škoda vagonka, a. s., a dále např. Lostr, a. s. a Siemens kolejová vozidla, a. s.

BONATRANS GROUP, a. s. má silnou konkurenci především ve světě. Čínští dodavatelé získali certifikát německých drah, díky kterému mohou dodávat zboží do Evropy. Největšími konkurenty na evropském kontinentě jsou španělští výrobci CAF a italští Lucchini. Oba tito konkurenti mají nové výrobní kapacity, které se snaží uplatnit na trzích, na kterých se dříve nevyskytovali.

V každém odvětví existuje možnost vzniku **potencionální konkurence** a jinak tomu není ani v tomto případě. Přestože je finančně náročné vstoupit na trh s výrobky strojírenského průmyslu, nevyskytují se žádné bariéry ani překážky do tohoto odvětví. Může se zde objevit hrozba potencionální konkurence ze strany zahraničních výrobců.

Možná **substituce** podniku BONATRANS GROUP, a. s. je záměna monobloku, tedy železničního kola, za gumikolo, které je pryží odpružené železniční kolo.

### **3.2.3 Prognóza tržeb**

Při zpracování prognózy tržeb podniku bude zohledněna analýza vnějšího a vnitřního potenciálu a analýza časových řad tržeb podniku za minulost.

---

<sup>8</sup> Ministerstvo průmyslu a obchodu. Panorama českého průmyslu 2009 – charakteristika odvětví, str. 198.



Tab. 3.5: Tržby podniku BONATRANS GROUP, a. s v Kč

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby	3 347 066 099	3 720 901 427	3 983 337 520	4 643 319 578	5 730 465 702	5 446 619 202

Zdroj: Účetní výkazy podniku

Z tab. 3.5 vyplývá, že průměrné tempo růstu tržeb podniku v minulosti odpovídá přibližně 11 %. V rámci strategické analýzy BONATRANS GROUP, a. s. se uvádí, že podnik spadá do cyklického odvětví, tudíž je závislý na hospodářském cyklu světové a domácí ekonomiky. BONATRANS GROUP, a. s. je podnikem orientujícím se na vývoz, tudíž na ekonomické výsledky podniku má značný vliv vývoj měnového kurzu koruny vůči cizím měnám, zejména vůči euru.

Dle prognóz vývoje HDP a kurzu koruny vůči euru, jež jsou součástí strategické analýzy, je předpokládána následující výše tržeb.

Tab. 3.6: Prognózované tržby podniku BONATRANS GROUP, a. s v Kč

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	6 045 747 314	5 743 459 949	6 063 104 119	6 304 890 366	6 549 183 788	6 992 034 816

Zdroj: Vlastní kalkulace

Tab. 3.6 odráží konkrétní výši tržeb v letech 2010 – 2015. Je zřejmé, že dojde ke zpomalení tempa růstu přibližně na 4 %. Je nutno poznamenat, že plánované tržby dle strategické analýzy souhlasí s plánem podniku.

### 3.3 Finanční analýza

V rámci finanční analýzy BONATRANS GROUP, a. s. je provedena analýza stavových ukazatelů, analýza fondů finančních prostředků, poměrová analýza a analýza soustav ukazatelů.

#### 3.3.1 Analýza stavových ukazatelů

Analýzou stavových ukazatelů je zjišťována změna v čase a změna vnitřní struktury jednotlivých položek aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztrát BONATRANS GROUP, a. s. s využitím horizontální a vertikální analýzy.

Rozvaha BONATRANS GROUP, a. s. za období 2004 – 2009 je uvedena v příloze 1. Výkaz zisku a ztráty je pak součástí přílohy 2.

### Horizontální analýza

Cílem horizontální analýzy je absolutně, čili rozdílem mezi sledovanými lety, a relativně, tedy procentně, změřit intenzitu změn jednotlivých položek účetních výkazů.

Horizontální analýza rozvahy je součástí přílohy 3 a výkazu zisku a ztrát je uvedena v příloze 4.

Celková **aktiva** ve sledovaném období kolísají a na jejich vývoji se ve větší míře podílejí oběžná aktiva. Je možno tedy říci, že oběžná aktiva kopírují vývoj celkových aktiv. K největšímu vzestupu celkových aktiv došlo mezi léty 2007 - 2008 a to o 694 mil. Kč, což relativně činí 23,23 %. V roce 2008 hodnota celkových aktiv dosáhla 3 684 mil. Kč.

Ve vývoji stálých aktiv je zaznamenána nejvýraznější změna v letech 2007 – 2008, a to konkrétně o 27,56 %. V ostatních sledovaných obdobích je jejich změna nepatrná.

Oběžná aktiva v průběhu sledovaného období vykazují kolísavý trend. Významné meziroční zvýšení oběžných aktiv bylo zaznamenáno mezi léty 2007 a 2008. Na tom se nejvíce podílela změna položky dohadné účty aktivní a položka zboží.

Celková **pasiva** v čase kolísají stejně jako celková aktiva. Významného rozdílu bylo dosaženo mezi léty 2007 a 2008 o 23,23 %.

Vlastní zdroje financování dosáhly největší změny mezi léty 2006 a 2007, konkrétně o 198,09 %. V oblasti vlastních zdrojů došlo k významné změně v oblasti kapitálových fondů, u nichž došlo k nárůstu o 224 %. V roce 2007 činil vlastní kapitál 2 990 mil. Kč. Vývoj cizích zdrojů ovlivňuje především položka dlouhodobých i krátkodobých jiných závazků a položka rezerv.

Tržby za prodej zboží nejvýrazněji vzrostly v období 2006 – 2007. Tento nárůst činil 319,44 %. V ostatních sledovaných obdobích jsou patrné i poklesy těchto tržeb, přičemž k nejvýraznějšímu poklesu došlo v období 2005 – 2006, jež činil 29,87 %.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb mají ve všech sledovaných obdobích kolísavou tendenci. Nejvyšší nárůst nastal v období 2007 – 2008, který činil 24,03 %.

Provozní výsledek hospodaření v obdobích 2004 – 2005 a 2005 - 2006 klesal, avšak v následujících obdobích již rostl. Nejvýraznější nárůst je zaznamenán v období 2006 – 2007. Na tomto nárůstu se nejvíce podílela zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku.

Vývoj finančního výsledku hospodaření lze hodnotit jako kolísavý. Tato položka výkazu prudce vzrostla v období 2005 – 2006 o 332,72 %. Naopak prudce poklesla v období 2007 – 2008 o 449,93 %.

BONATRANS GROUP, a. s. dosáhl mimořádného výsledku hospodaření pouze ve dvou letech, a to v roce 2007 a 2009.

Výsledek hospodaření za účetní období se po celou sledovanou dobu vyvíjel kolísavě. Nejvýznamnější nárůst nastal v období 2007 – 2008, který činil 347,06 %.

### **Vertikální analýza**

Představuje rozbor kapitálové a majetkové struktury podniku. Při výpočtu je postupováno tak, že jednotlivé položky rozvahy jsou vztaženy k celkové bilanční sumě, zatímco vertikální analýzou výkazu zisku a ztrát je pak zkoumána struktura jednotlivých položek výkazu ve vztahu k tržbám.

Vertikální analýza rozvahy je uvedena v příloze 5 a výkazu zisku a ztrát je součástí v příloze 6.

Do struktury **aktiv** zasahují v průměru 67 % oběžná aktiva, zbylou část tvoří stálá aktiva. Hodnoty oběžných aktiv tedy i celkových aktiv ve sledovaném období mají skokový charakter. Největší změna ve vývoji nastala v roce 2006, kdy došlo k 6% navýšení. Nejvýraznějšími položkami ve struktuře oběžného majetku jsou zásoby a krátkodobé pohledávky.

Z hlediska vertikální analýzy **pasivní strany** rozvahy, tedy kapitálové struktury, je možno konstatovat, že podíl cizích zdrojů je výrazně vyšší oproti vlastnímu kapitálu.

Na vývoji vlastního kapitálu se nejvíce podílí výsledek hospodaření běžného účetního období a výsledek hospodaření minulých let.

Dominantní postavení v kapitálové struktuře mají cizí zdroje. Analýzou těchto zdrojů bylo zjištěno, že podnik využívá k financování kromě vlastního kapitálu, jež představuje nejdražší zdroj financování, rovněž krátkodobé závazky, především závazky z obchodních vztahů. Kromě těchto zdrojů financování využívá BONATRANS GROUP, a. s. bankovní úvěry a výpomoci, které se nejvýrazněji podílí na cizích zdrojích v roce 2006, a to téměř 55 %. Co se týče položky časového rozlišení, je jeho podíl ve všech sledovaných letech nulový.

Základem pro výpočet vertikální analýzy **výkazu zisku a ztrát** byl stanoven součet tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Jednotlivé položky výkazu jsou tedy vztaženy k hodnotě těchto tržeb.

Největšího podílu na celkových tržbách dosahují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Tento podíl je z hlediska vývoje téměř stabilní, pohybuje se přibližně kolem 98 %. Co se týče tržeb za prodej zboží, je možno říci, že jejich podíl na celkových tržbách je téměř zanedbatelný, přičemž v roce 2007 dosáhl tento podíl nejvyšší hodnoty, a to necelých 5 %. Z vysokého podílu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb je možno vyvodit skutečnost, že BONATRANS GROUP, a. s. je podnikem zabývajícím se výrobní činností.

Významnějšího podílu na celkových tržbách ještě dosahují tržby za prodej cenných papírů a podílů, které se vyvíjejí kolísavě, avšak největšího podílu je dosaženo v roce 2009, který činí 35,94 %.

Co se nákladové struktury týče, lze za nejvýznamnější položku považovat výkonovou spotřebu, která obsahuje služby a spotřebu materiálu a energie. Největšího podílu výkonové spotřeby na celkových tržbách bylo dosaženo v roce 2005, kdy tento podíl činil 87,50 %. V následujících letech 2006 až 2009, tento podíl klesal až na hodnotu 58,30 %.

Další položkou v oblasti nákladu, která se podílí na celkových tržbách, ačkoliv méně významně, jsou osobní náklady. Tento podíl ve sledovaných letech dosahuje průměrně 10,62 %. Tento podíl je z větší části ovlivněn mzdovými náklady a náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění.

Provozní výsledek hospodaření dosahuje největšího podílu na celkových tržbách v roce 2009, jež činí 25,73 %. V ostatních sledovaných letech tudíž dosahuje nižšího podílu, který se zároveň vyvíjí kolísavě.

Nízký podíl finančního výsledku hospodaření je v roce 2004, 2007 a 2009 záporný, v ostatních letech kladný.

Podíl výsledku hospodaření za účetní období dosahuje nízkých hodnot, avšak nejvyššího podílu bylo dosaženo v roce 2008, konkrétně 24,32 %.

### ***3.3.2 Analýza vybraného ukazatele čistého pracovního kapitálu***

Tato analýza, jak už z názvu vyplývá, je zaměřena na čistý pracovní kapitál. Jedná se o rozdílový ukazatel, který je navíc zaměřen na likviditu podniku.

Konkrétní hodnoty tohoto ukazatele v jednotlivých letech jsou vypočteny dle vzorce 2.5 a uvedeny v tab. 3.7.

Tab. 3.7: Čistý pracovní kapitál BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ČPK	154 941 010	170 428 060	136 226 200	654 162 444	1 674 057 340	1 395 264 118

Zdroj: Vlastní výpočty

Z tab. 3.7 je patrné, že hodnoty čistého pracovního kapitálu jsou ve všech letech kladné, tudíž BONATRANS GROUP, a. s. je schopen dostat svým závazkům. Hodnoty tohoto ukazatele v čase kolísají, jelikož kolísají jak oběžná aktiva, tak krátkodobé závazky. Nejvyšší hodnoty je dosaženo v roce 2008, a její podíl na celkových aktivech činí 45,44 %.

### 3.3.3 Poměrová analýza

V této části diplomové práce je aplikována poměrová analýza, jakožto nejpoužívanější metoda finanční analýzy. V rámci této poměrové analýzy jsou hodnoceny ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti.

#### Ukazatele rentability

Obecně lze říci, že tato kategorie poměrových ukazatelů je používána k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti. Ukazatele vyjadřují poměr celkového zisku k podnikovým zdrojům.

Konkrétní hodnoty vybraných ukazatelů vypočtené dle vzorců 2.6, 2.7, 2.8, a jsou uvedeny v tab. 3.8.

Pro účely výpočtu rentability tržeb jsou tržby součtem tržeb za prodej zboží a prodej vlastních výrobků a služeb.

Tab. 3.8: Ukazatele rentability BONATRANS GROUP, a. s. v %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita aktiv	19,00	19,08	15,87	15,36	47,06	31,64
Rentabilita tržeb	8,53	8,60	7,32	6,72	24,32	17,04
Rentabilita vlastního kapitálu	53,74	43,45	104,40	37,43	133,51	61,65

Zdroj: Vlastní výpočty

Prvním analyzovaným ukazatelem rentability je **ukazatel rentability aktiv (ROA)**, který odráží celkovou výnosnost aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly činnosti podniku financovány. V roce 2004 dosáhla rentabilita aktiv hodnoty 19 %. Ukazatel ROA

má ve sledovaném období kolísavý charakter, jak je zřejmé z tab. 3.8. Není tak dodržen trend rostoucí tendence, jak bývá v optimálních podmínkách. Mírný nárůst ROA v roce 2005 střídá v následujících dvou letech pokles tohoto ukazatele až na hodnotu 15,36 %. V roce 2008 došlo k nárůstu o téměř 32 % i přes celosvětovou finanční krizi. V posledním sledovaném roce však došlo k opětovnému poklesu ukazatele. Tento pokles byl největší ve sledovaném období, na němž se podílelo jak snížení aktiv, tak i zisku před zdaněním a úroky. Na snížení aktiv se podílely v největší míře dlouhodobé pohledávky, a materiál a pokles zisku byl způsoben záporným výsledkem finančního výsledku hospodaření. Je dáno, že vyšší hodnota tohoto ukazatele vyjadřuje příznivější situaci podniku. Nejvyšší hodnoty je dosaženo v roce 2008, a lze to interpretovat, že 1 Kč vložená do aktiv přinesla 0,4706 haléřů zisku.

Další ukazatelem, který je využíván v této skupině ukazatelů je **ukazatel rentability tržeb (ROS)**. Udává množství zisku v korunách na 1 Kč tržeb. Ukazatel by měl vykazovat rostoucí trend, nicméně v případě BONATRANS GROUP, a. s. tomu tak není. Ve srovnání s ostatními ukazateli, rentabilita tržeb dosahuje nižších hodnot. Ve sledovaném období se vyvíjí stejně kolísavě jako předchozí ukazatel. V roce 2004 se pohybuje na úrovni 8,53 %. V roce následujícím nepatrně vzrostl, avšak v roce 2006 hodnota tohoto ukazatele poklesla. Tato klesající tendence pokračuje i v roce 2007. Nejvyšší hodnoty tohoto ukazatele je zaznamenáno v roce 2008, kdy výrazně vzrostl EBIT. V posledním sledovaném roce však došlo k opětovnému poklesu ukazatele. Tento pokles byl největší ve sledovaném období, na němž se podílelo snížení EBITu. Celosvětová krize se projevila až v roce 2009, kdy zákazníci požadovali přesun objednávaných sortimentů na pozdější období nebo rušili zakázky.

**Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE)** vyjadřuje celkovou výnosnost zdrojů vložených do podniku jejími akcionáři. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí a z provedených propočtů vidíme, že tomu tak není, a ukazatel má stejně jako v předchozích obou případech kolísavý charakter. V roce 2004 dosáhl tento ukazatel hodnoty 53,74 %. Oproti ukazatelům ROA a ROS v roce 2005 došlo k jeho poklesu. V roce následujícím, čili v roce 2006, došlo k výraznému nárůstu díky navýšení výsledku hospodaření za účetní období, tak vlastního kapitálu. Na tento výrazný nárůst navazuje propad, který je způsoben především poklesem vlastního kapitálu o 456 948 966 Kč. Dva posledně sledované období (rok 2008 a 2009) jsou charakterizovány opětovným kolísavým charakterem. Kdy nárůst v roce 2008 je vystřídán poklesem v roce následujícím.

Podnik dokáže dostatečně zhodnotit vlastní kapitál, který je vložený vlastníky do podniku, pokud je splněna podmínka, že výnosnost vlastního kapitálu by měla být vyšší než výnosnost celkových aktiv. Tato podmínka v případě BONATRANS GROUP, a. s. je splněna ve všech sledovaných letech.

### **Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity souvisí se schopností podniku dostat svých závazků. Platební schopnost podniku přitom závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, zda má prodejné výrobky, zda je schopen v případě potřeby prodat své zásoby apod.

Konkrétní hodnoty vybraných ukazatelů vypočtené dle vzorců 2.9, 2.10, 2.11, a jsou uvedeny v tab. 3.9

Tab. 3.9: Ukazatele likvidity BONATRANS GROUP, a. s.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Celková likvidita	1,13	1,13	1,08	1,45	2,83	2,43
Pohotová likvidita	0,63	0,64	0,76	0,98	1,87	1,79
Okamžitá likvidita	0,18	0,07	0,14	0,14	0,52	0,80

Zdroj: Vlastní výpočty

**Ukazatelem celkové likvidity** je vyjádřeno, kolikrát jsou krátkodobé závazky pokryty oběžnými aktivy. Doporučována hodnota tohoto ukazatele je v rozmezí od 1,5 do 2,5. Dle provedených výpočtů je zjištěno, že celková likvidita BONATRANS GROUP, a. s. je zajištěna pouze v roce 2009. V ostatních letech se hodnoty nacházejí pod hranici či nad hranici doporučených hodnot. Nárůst celkové likvidity v letech 2007 a 2008 je způsoben především rostoucími tendencemi oběžných aktiv. Za nejméně příznivý rok je považován rok 2006, poněvadž v tomto roce vykazovala celková likvidita nejnižší hodnoty. Čím menší hodnota, tím je menší pravděpodobnost, že bude zachována platební schopnost podniku.

**Ukazatel pohotové likvidity** eliminuje nejméně likvidní aktiva, tedy zásoby. Také tento ukazatel má stanovenou doporučenou hodnotu, která se pohybuje v intervalu 1,0 – 1,5. Trend by měl být rostoucí, což by signalizovalo zlepšení platební a finanční situace podniku. Z tab. 3.9 vyplývá, že pohotová likvidita BONATRANS GROUP, a. s. se nachází mimo doporučené rozmezí a rostoucí trend je dodržen ve všech sledovaných

letech kromě roku 2009. Hodnota pohotové likvidity v roce 2007 (0,98) se pohybovala nejbližší kolem hranice 1. Ostatní hodnoty se opět nachází pod nebo nad touto hranicí.

**Ukazatel okamžité likvidity** vyjadřuje schopnost podniku platit z peněžních prostředků krátkodobé splatné závazky podniku. Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat kolem 0,2 dle metodiky ministerstva průmyslu a obchodu. Nejnížší hodnoty je dosaženo v roce 2005. Ovšem tento propad nebyl tak výrazný, jako nárůst v roce 2008 o 0,38. Tento nárůst byl způsoben zvýšením prostředků na bankovních účtech ve výši přibližně 300 milionů Kč. Obecně je možno říci, že kromě prvního sledovaného období (rok 2004) vykazuje tento ukazatel příznivou rostoucí tendenci.

### Ukazatele aktivity

Tato kategorie ukazatelů hodnotí, jak podnik hospodaří se svými aktivy, jak využívá jednotlivé majetkové části. Jsou stanoveny podílem tržeb a různými úrovněmi aktiv. Hodnota tržeb se zde rozumí součet tržeb za prodej zboží a za prodej vlastních výrobků a služeb.

Ukazatele doby obratu by měly dosahovat co možná nejvyšších hodnot, naopak ukazatele obratovosti, co možná nejnižších hodnot.

Konkrétní hodnoty vybraných ukazatelů vypočtených dle vzorců 2.12, 2.13, 2.14, 2.15, 2.16 a jsou uvedeny v tab. 3.10.

Tab. 3.10: Ukazatele aktivity BONATRANS GROUP, a. s. ve dnech

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv	1,56	1,53	1,50	1,55	1,56	1,50
Doba obratu aktiv (dny)	230,73	235,44	240,58	231,80	231,44	239,54
Doba obratu pohledávek (dny)	57,62	74,15	94,46	94,02	77,29	64,02
Doba obratu zásob (dny)	63,31	64,39	49,06	53,40	55,19	41,09
Doba obratu závazků (dny)	99,14	68,65	78,74	74,64	107,72	102,25

Zdroj: Vlastní výpočty

**Ukazatelem obratu celkových aktiv** je měřena intenzita využívání celkového majetku. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí, protože čím je hodnota ukazatele vyšší, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek. Ve sledovaných letech hodnota tohoto ukazatele dosahuje přibližně 1,5 obrátů za rok. Není zde zpozorována žádná výrazná změna, a tudíž je možno říci, že se vyvíjí stabilně.

**Ukazatelem doby obratu aktiv**, jež je převrácená hodnota obratu celkových aktiv, je vyjádřeno, za jak dlouho dojde k obratu majetku ve vztahu k tržbám. Je žádoucí, aby



tato doba byla co nejkratší. Obecně platí, že čím je hodnota stálých aktiv v podniku vyšší, tím je také hodnota tohoto ukazatele vyšší. Trend by měl mít klesající tendenci. V průměru se doba obratu aktiv pohybuje kolem 235 dnů. Po celý kolísavý vývoj ukazatele je zpozorován výrazný pokles v roce 2007, kdy tržby vzrostly ve větší míře než aktiva.

Převážnou část aktiv podniku tvoří oběžný majetek. Konkrétně se jedná o krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů a krátkodobé cenné papíry a podíly.

Vzhledem k takto vysokým hodnotám, by měl podnik zvolit takovou strategii, která by vedla ke snížení těchto hodnot.

**Ukazatel doby obratu pohledávek** vypovídá o strategii řízení pohledávek firmy a říká, za jak dlouho dochází průměrně k proplacení pohledávek vůči našemu podniku. Lze prostřednictvím něj také sledovat platební morálku odběratelů. Za příznivé je považována klesající tendence tohoto ukazatele, neboť čím dříve jsou pohledávky uhrazeny tím lépe. Z tab. 3.10 je zřejmé, že v první polovině sledovaného období (2004 – 2006) dochází právě k opačnému jevu, kdy hodnota tohoto se postupně navyšovala. Tento nepříznivý vývoj je způsoben především nárůstem krátkodobých pohledávek z obchodního vztahu. V následujících letech již dochází k poklesu pohledávek jak krátkodobých, tak dlouhodobých, což příznivě působí na pokles tohoto ukazatele.

**Ukazatel doby obratu zásob** vyjadřuje počet dní, po něž jsou zásoby vázány v podniku až do doby jejich spotřeby. Zásoby podniku jsou z velké části tvořeny nedokončenou výrobou a polotovary, což znamená, že vyrábí především „na sklad“. Z průběhu vývoje tohoto ukazatele ve sledovaném období je zřejmé, že se vyvíjí kolísavě, ačkoliv by bylo příznivější, kdyby se hodnota tohoto ukazatele snižovala. Nejvýraznější pokles je v roce 2006, na němž se podílelo snížení již zmíněné nedokončené výroby a polotovarů. Ačkoliv je ze sledovaného období možné zpozorovat jisté klesající tendence, doba obratu zásob BONATRANS GROUP, a. s. je delší, v průměru totiž činí 55 dní.

Posledním analyzovaným ukazatelem je **ukazatel doby obratu závazků**. Ta poukazuje na dobu, za kterou je podnik schopen splatit své závazky. Za optimální by bylo možno považovat stabilní vývoj tohoto ukazatele. Nicméně v případě BONATRANS GROUP, a. s. tato skutečnost není dodržena a právě naopak se vyvíjí kolísavě. 68,65 dní je nejkratší doba obratu závazku a nejdelší 107,72 dnů.

**Doba obratu pohledávek a závazků** se často dává do vzájemného poměru a sleduje se tzv. *pravidlo solventnosti*. Toto pravidlo říká, že by doba obratu pohledávek měla být kratší, než doba obratu závazků, v opačném případě hrozí, že bude narušena finanční rovnováha v podniku. Dle výsledných hodnot ukazatelů uvedených v tab. 3.10 je

zřejmé, tato pravidlo je narušeno v letech 2005, 2006, 2007. Během těchto tří let podnik dodržoval stanovenou dobu splatnosti svých závazků, ale obchodní partneři stanovené lhůty splatnosti ignorovali.

### Ukazatele zadluženosti

hodnotí schopnost podniku financovat svá aktiva cizími zdroji. Není možné, aby podnik financoval svá aktiva pouze z vlastních zdrojů, proto se na financování podílí ve velké míře jak vlastní, tak cizí kapitál. Obecně lze tedy říci, že je hledán optimální vztah mezi vlastním a cizím kapitálem

Konkrétní hodnoty vybraných ukazatelů vypočtených dle vzorců 2.17, 2.18, 2.19, 2.20, 2.21, 2.22 a jsou uvedeny v tab. 3.11.

Tab. 3.11: Ukazatele zadluženosti BONATRANS GROUP, a. s. v %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost (%)	75,23	69,73	89,50	72,13	71,66	58,45
Podíl VK na A (%)	24,76	30,26	10,50	27,86	28,34	41,55
Majetkový koeficient	4,038	3,305	9,526	3,589	3,529	2,407
Zadluženost VK (%)	303,79	230,43	852,52	258,88	252,85	140,68
Úrokové krytí	20,960	15,451	11,056	8,705	33,237	36,573
Úrokové zatížení	0,048	0,065	0,090	0,115	0,030	0,027

Zdroj: Vlastní výpočty

**Ukazatel celkové zadluženosti**, jež je základním ukazatelem této kategorie, je dán poměrem cizího kapitálu, který byl poskytnut věřiteli k aktivům. Čím je hodnota tohoto ukazatele vyšší, tím větší riziko podstupují věřitelé. Zadluženost by měla být posuzována v rámci každého podniku individuálně, protože ačkoliv to tak mnohdy je, nelze zadluženost chápat pouze negativně. Přesto se však obecně doporučuje klesající trend tohoto ukazatele. BONATRANS GROUP, a. s. toto dodržel v letech 2007 až 2009. V letech 2004 až 2006 se vyvíjí kolísavě. Nejnižší hodnoty je dosaženo v roce 2009. Oproti předchozímu roku je to pokles o 13,2 %. Je to způsobeno snížením rezerv a dlouhodobých závazků na straně cizího kapitálu, na straně aktiv došlo především k poklesu oběžných aktiv.

Zadluženost je dále měřena **ukazatelem podílu vlastního kapitálu na aktivech**. Tímto ukazatelem je zjišťována finanční samostatnost podniku, tedy do jaké míry je schopen podnik krýt svůj majetek vlastními zdroji. Kladně je hodnocen rostoucí trend tohoto ukazatele, protože vyjadřuje zvyšující se finanční stabilitu podniku. Za příznivé období lze tedy považovat léta 2007, 2008 a 2009 jelikož vykazuje již zmíněný rostoucí

trend, stejně tak léta 2004 a 2005. Nejnižší hodnoty dosáhl rok 2006. Je to způsobeno výrazným poklesem vlastního kapitálu především v položce rezervních fondů a nerozděleného zisku z minulých let.

Ukazatelem finanční páky, neboli **majetkovým koeficientem** je zjišťováno, kolik korun majetku (aktiv) připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Pro finančně zdravý podnik je doporučovaný stabilní, nebo alespoň neklesající trend. Jak je patrné z tab. 3.11 nelze považovat vývoj ukazatele BONATRANS GROUP, a. s. považovat za stabilní. Jsou zde výrazné nárůsty i poklesy.

**Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu** vyjadřuje poměr cizího a vlastní kapitálu podniku. Trend tohoto ukazatele by měl být klesající a jeho hodnota by se měla pohybovat mezi 80 až 120 %. Z provedených propočtů je však zřejmé, že výsledné hodnoty se nacházejí vysoko nad touto hranicí. V roce 2006 dosahuje tento ukazatel více než 800 %, přesněji 852,52 %. Trend tohoto ukazatele je stejně jako v předchozích případech v letech 2007 až 2009 klesající, v letech 2004 až 2007 kolísavý. Nejnižší hodnoty je dosaženo v roce 2009, nicméně ani tato hodnota se nenachází v doporučeném rozmezí. Pokles hodnoty v roce 2009 oproti předchozímu roku, tedy roku 2008, byl ovlivněn snížením jak vlastního, tak cizího kapitálu.

Výsledná hodnota **ukazatele úrokového krytí** říká, kolikrát převyšuje EBIT nákladové úroky. Čím je tato hodnota úrokového krytí vyšší, tím je finanční situace v podniku příznivější. Z toho vyplývá, že trend tohoto ukazatele by měl rostoucí. V podniku BONATRANS GROUP, a. s. tento trend je splněn pouze v letech 2008 a 2009, v ostatních je tento trend klesající. Příčinou tohoto nepříznivého klesajícího vývoje je nárůst EBITu, tak nákladových úroků. Obecně však lze říci, že tento ukazatel dosahuje vysokých hodnot, což je způsobeno nízkými nákladovými úroky oproti vyšší hodnotám EBITu.

Posledním analyzovaným ukazatelem je **ukazatel úrokového zatížení**. Ten vypovídá o tom, jaká část provozního zisku je odčerpaná placenými úroky. Ve srovnání s předchozím ukazatelem, by měl být trend tohoto ukazatele opačný, tedy klesající v čase. Klesající trend je splněn pouze v letech 2008 a 2009.

### **3.3.4 Analýza soustav ukazatelů**

Pyramidový rozklad vychází z myšlenky postupného rozkladu vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele a z nich se následně identifikují a kvantifikují vlivy dílčích činitelů.

V této diplomové práci bude proveden rozklad syntetického ukazatele ROE za období 2008 – 2009. Na bázi logaritmické metody je analyzován vliv absolutní a relativní odchylky pro 1. úroveň rozkladu a dále je analyzován vliv absolutní a relativní odchylky pro poslední úroveň.

Výsledná pyramidová analýza je součástí přílohy 7.

Dle pyramidového rozkladu ROE, je zřejmé, že absolutní změna ukazatele činila pokles o 71,86 % a relativní změna pak o 53,82 %.

1. úroveň rozkladu je považována za globální analýzu. Z ní je patrné, že nejvýraznější pozitivní vliv mají ukazatele  $T/A$  a  $EAT/EBIT$ , které odrážejí růst obrátky aktiv a ziskovosti. Naopak negativně působí pokles ukazatele rentability  $EBIT/T$ , pokles zadluženosti vyjádřené finanční pákou  $A/VK$  a pokles ukazatele krytí úroku  $EBIT/EBT$ .

Rozklad na prvočinitele potvrzuje výsledky za 1. úroveň rozkladu, a zároveň blíže identifikuje další základní faktory změn. Největšími pozitivními vlivy jsou pokles náročnosti materiálových nákladů  $N_{mat}/T$  a dále růst doby obratu oběžných aktiv  $OA/T \cdot 360$ . Ne příliš výrazně, ale jako kladný se ukázal vliv poklesu zadluženosti dlouhodobých úvěrů  $DU/A$ , daňové náročnosti  $t/EBIT$  a úrokové náročnosti  $UR/EBIT$ . Největším negativním vlivem je nárůst zadluženosti ostatních dluhů  $OD/A$  a náročnosti ostatních nákladů  $N_{ost}/T$ . Mírně negativní vliv má pokles ukazatele krytí úroků  $EBIT/EBT$ , nárůst nákladovosti mzdových nákladů  $N_{mzdy}/T$  a pokles doby obratu fixních aktiv  $FA/T \cdot 360$ .

### **3.3.5 Zhodnocení finanční analýzy**

Cílem této podkapitoly je zhodnocení finanční analýzy podniku s využitím účetních výkazů BONATRANS GROUP, a. s. za období let 2004 až 2009.

V rámci analýzy stavových ukazatelů byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Z analýzy aktivní strany rozvahy vyplývá, že celková aktiva v průběhu celého sledovaného období kolísají. Největší podíl na aktivech tvoří oběžná aktiva, v průměru 67 %, a z nich nejvýraznějšími položkami jsou zásoby a krátkodobé pohledávky. Stejně jako aktiva podniku, tak i pasiva v čase kolísají. Na základě analýzy došlo ke zjištění, že podnik ve větší míře využívá cizích zdrojů než zdrojů vlastních. Z cizích zdrojů podnik z velké části využívá bankovní úvěry, konkrétně krátkodobé bankovní úvěry, a krátkodobé závazky, především závazky z obchodních vztahů. Z provedené analýzy výkazu zisku a ztrát vyplývá, že tržby podniku mají za

sledované období kolísavé tendence. Největšího podílu dosahují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Co se nákladové stránky týče, je vývoj podniku ovlivněn výkonovou spotřebou, která obsahuje služby a spotřebu materiálu a energie, v menší míře pak osobními náklady. Za sledované období BONATRANS GROUP, a. s. vykázal nejvyšší úroveň zisku v roce 2008, v době začínající finanční krize. Tato situace je pro toto odvětví typická, z důvodů dlouhotrvajících kontraktů. Krize se v tomto odvětví projevila s určitým zpožděním v roce 2009, kdy zisk mírně poklesl, ale i tak byl na obdivuhodné úrovni.

Dále byl analyzován čistý pracovní kapitál. Ukázalo se, že hodnota čistého pracovního kapitálu ve všech sledovaných letech kolísá, nicméně všechny hodnoty jsou kladné, což znamená, že BONATRANS GROUP, a. s. je schopen dostát svým závazkům. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2008, a znamená to, že částka 1 674 057 340 Kč zůstane podniku po úhradě všech běžných krátkodobých závazků.

Finanční situace podniku byla rovněž analyzována poměrovými ukazateli, a to ukazateli rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. V oblasti ukazatelů rentability je možné si povšimnout, že v posledním sledovaném roce došlo k jejich poklesu, což nelze považovat za nijak příznivý signál, avšak hodnoty jsou na vyšší úrovni. Likvidita podniku nevykazuje za sledované období jasný trend. Z výsledných hodnot je však zřejmé, že podnik není ohrožen platební neschopností, což má příznivý vliv na nekonečné trvání podniku pro účely stanovení jeho hodnoty. Z provedené analýzy ukazatelů aktivity je patrné, že podnik se potýká s problémem poměrně vysoké doby obratu pohledávek, což signalizuje platební nekázeň odběratelů. V této oblasti je posuzováno pravidlo solventnosti, které vypovídá o postavení podniku vůči odběratelům a dodavatelům. V letech 2005, 2006, a 2007 nebylo toto pravidlo splněno, což znamená, že velkou část prostředků podnik váže v oblasti krátkodobých pohledávek, pro něž je charakteristická pomalejší přeměna v disponibilní finanční prostředky. Dle výsledných hodnot analýzy zadluženosti hodnoty celkové zadluženosti dosahují v průměru 73 %. Hodnoty úrokového zatížení jsou na nízké úrovni a za pozitivní jev lze považovat jejich pokles v posledním sledovaném roce.

V rámci analýzy soustav ukazatelů byl proveden pyramidový rozklad ROE logaritmickou metodou za období let 2008 – 2009. Je zřejmé, že nejvýraznější pozitivní vliv na ukazatel ROE za první úroveň rozkladu má obrátka aktiv. Největšími prvotními vlivy jsou pokles náročnosti materiálových nákladů a růst doby obratu oběžných aktiv.

### **3.4 SWOT analýza**

#### **Silné stránky**

- Dobrá pověst podniku u odběratelů a tradice,
- vedoucí postavení na evropském trhu,
- adekvátní finanční zdroje,
- malá pravděpodobnost vzniku nové konkurence na tuzemském trhu,
- i přes přetrvávající recesi v roce 2009 podnik pokračoval v trendu dosahování dobrých výsledků z minulých let,
- po celé sledované období podnik vykazuje kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu,
- podnik dokáže dostatečně zhodnotit svůj majetek,
- vyšší hodnota ukazatele úrokového krytí nasvědčuje, že podnik má dodatečný potenciál k přijetí dalších úvěrů,
- podnik má relativně nízkou úroveň zadlužení.

#### **Slabé stránky**

- Záporný výsledek hospodaření z finančních operací, ovlivněn především kursovými ztrátami a provedením změny v ocenění opcí a forwardů,
- vysoká kapitálová náročnost technologií.

#### **Příležitosti**

- Téměř 95 % své produkce podnik exportuje, s tím souvisí mnoho tržních příležitostí,
- pozvolné ožívání světové ale i české ekonomiky.

#### **Ohrožení**

- Slabý tuzemský trh - pouze 5% produkce směřuje pro České dráhy, městskou či příměstskou dopravu a metra,
- nutnost bojovat se světovou konkurencí, která je dosti silná. Příkladem jsou italští, francouzští či španělští výrobci chránící si svůj tuzemský trh, proto BONATRANS GROUP, a. s. musí získávat certifikáty na základě dlouhodobých procesů homologace výrobků na tyto železnice,
- platební nekázeň odběratelů,
- kursové riziko v souvislosti s prodejem výrobního sortimentu v cizí měně,

- nejrůznější makroekonomické faktory, jako např. nárůst úrokových sazeb, inflace a jiné,
- pokles dostupnosti oceli a narůstající cena oceli.

### 3.5 Finanční plány

Pro splnění cíle této diplomové práce musí být sestaven dlouhodobý finanční plán, jenž je podkladem pro ocenění podniku výnosovými metodami.

Pro BONATRANS GROUP, a. s. bude vytvořen finanční plán na období let 2010 – 2015. Samotnému sestavení finančního plánu bude předcházet stanovení pěti tzv. dílčích plánů. Tyto dílčí plány budou podkladem pro finální prognózu tří účetních výkazů, tedy rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu peněžních toků.

#### Plán tržeb

Plán tržeb vychází ze strategické analýzy, pomocí které byla zjištěna celková prognóza tržeb, a to dle prognóz vývoje HDP a kurzu korunu vůči euru. Výsledné hodnoty tržeb v letech 2009 – 2011 jsou uvedeny v tab. 3.12.

Tab. 3.12: Prognózované tržby podniku BONATRANS GROUP, a. s v Kč

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	6 045 747 314	5 743 459 949	6 063 104 119	6 304 890 366	6 549 183 788	6 992 034 816

#### Plán provozní ziskové marže

Pro výsledné ocenění podniku je důležité vyčíslit provozní ziskovou marži, a zpracovat rovněž její prognózu.

Obecně lze říci, že provozní zisková marže blíže určuje vývoj poměru mezi ziskem a dosaženými výkony, tedy tržbami.

Východiskem pro výpočet provozní ziskové marže je provozní výsledek hospodaření, korigovaný provozní zisk (KPVH) a tržby podniku, jež jsou v případě BONATRANS GROUP, a. s. stanoveny jako součet tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb a tržeb za prodej zboží. Pro výpočet provozní ziskové marže je z praktických důvodů používán korigovaný provozní výsledek hospodaření, k němuž jsou přičteny zpět odpisy. Provozní zisková marže je pak definována jako poměr korigovaného výsledku hospodaření před odpočtem odpisů a tržeb.

Výpočet provozní ziskové marže BONATRANS GROUP, a. s. je uveden v níže uvedené tab. 3.13.

Z ní je zřejmé, že provozní výsledek hospodaření, převzatý z výsledovky v roce 2009 je tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření. K němu byly následně připočteny odpisy a byla zjištěna provozní zisková marže, která v roce 2009 činila 28 %. Výše provozní ziskové marže zůstane ve všech prognózovaných letech 2010 – 2015 konstantní.

Z prognózované marže a tržeb převzatých z plánu tržeb je dopočten korigovaný provozní výsledek pro budoucí roky, přičemž výše odpisů je stanovena jako součin tržeb daného roku a podílu odpisů na tržbách zjištěného v roce 2009, jež činí 0,02.

Tab. 3.13: Plán provozní ziskové marže

	KPVH	Odpisy	KPVH před odpisy a dani	Tržby	Provozní zisková marže
2009	1 401 213 032	120 201 325	1 521 414 357	5 446 619 202	28 %
2010	1 555 346 466	133 423 471	1 688 769 936	6 045 747 314	28 %
2011	1 477 579 142	126 752 297	1 604 331 439	5 743 459 949	28 %
2012	1 559 811 727	133 806 518	1 693 618 245	6 063 104 119	28 %
2013	1 622 014 358	139 142 493	1 761 156 851	6 304 890 366	28 %
2014	1 684 861 991	144 533 800	1 829 395 791	6 549 183 788	28 %
2015	1 798 791 129	154 307 070	1 953 098 199	6 992 034 816	28 %

Zdroj: Vlastní výpočty

### Plán čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Pro vyčíslení hodnot těchto položek v prognózovaných letech se zjistí podíl příslušné položky pracovního kapitálu na celkových tržbách v roce 2009. Podíl oběžných aktiv činí 43,6 % a krátkodobých závazků 17,9 %. Tyto podíly jednotlivých položek budou zachovány i v následujících letech. Výsledné hodnoty oběžných aktiv, krátkodobých závazků, čistého pracovního kapitálu i jeho změny jsou zachyceny v tab. 3.14.

Tab. 3.14: Plán čistého pracovního kapitálu v Kč

	Oběžná aktiva	Krátkodobé závazky	ČPK	Δ ČPK
2010	2 633 486 399	1 084 743 229	1 548 743 170	153 479 053
2011	2 501 812 079	1 030 506 067	1 471 306 012	-77 437 159
2012	2 641 046 905	1 087 857 430	1 553 189 475	81 883 463
2013	2 746 367 350	1 131 239 329	1 615 128 021	61 938 546
2014	2 852 779 902	1 175 071 070	1 677 708 832	62 580 811
2015	3 045 682 797	1 254 528 518	1 791 154 278	113 445 447

Zdroj: Vlastní výpočty



### Plán investic

Plán celkových investic je tvořen dvěma druhy investic, a to investicemi rozvojovými a obnovovacími. Vychází se z předpokladu, že výdaje na obnovovací investice jsou rovny odpisům, jež jsou stanoveny v plánu provozní ziskové marže. V důsledku odhadnutého vývoje investiční politiky podniku se předpokládá, že roční tempo růstu výdajů na rozšíření výrobních kapacit je 7 %. Jelikož BONATRANS GROUP, a. s. plánuje v průběhu roku 2012 dokončit výstavbu nové linky na teplené zpracování kol, dojde k mírnému navýšení ročního tempa růstu výdajů na rozšíření výrobních kapacit na 10 %, jelikož již v roce 2009 postupně probíhají přípravy na její vybudování. V ostatních letech se tempo růstu výdajů vrátí zpět na původní úroveň. Celková hodnota investic je poté tvořena součtem obnovovacích a rozvojových investic.

Konkrétní hodnoty plánovaných investic podniku jsou součástí níže uvedené tab. 3.15.

Tab. 3.15: Plán investic v Kč

	Obnovovací investice	Rozvojové investice	Celkové investice
2010	133 423 471	83 508 490	216 931 960
2011	126 752 297	89 354 084	216 106 381
2012	144 497 619	136 584 100	281 081 719
2013	153 167 476	105 169 757	258 337 233
2014	162 357 525	112 531 640	274 889 164
2015	172 098 976	120 408 855	292 507 831

Zdroj: Vlastní výpočty

Výše rozvojových investic daného roku je stanovena tak, že hodnota dlouhodobého majetku po odpisech posledně sledovaného roku 2009 (1 192 978 424 Kč) je vynásobena stanoveným tempem růstu výdajů na rozšíření výrobní kapacity. Následně jsou sečteny obnovovací investice čili odpisy a rozvojové investice, a tímto součtem jsou tak získány celkové investice podniku. Dlouhodobý majetek daného roku je pak stanoven jako součet dlouhodobého majetku posledně sledovaného roku 2009 a celkových investic daného roku. V tab. 3.16 je znázorněna výše dlouhodobého majetku v jednotlivých prognózovaných letech.

Tab. 3.16: Dlouhodobý majetek podniku v Kč

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DM	1 276 486 913	1 365 840 997	1 502 425 097	1 607 594 854	1 720 126 494	1 840 535 348

Zdroj: Vlastní výpočty

### Plán financování

Plánované investice a další činnosti podniku budou financovány jak z cizích zdrojů v podobě úvěru, tak také z vlastních zdrojů, tedy z nerozděleného zisku minulých let. Následující tab. 3.17 odráží plánované hodnoty jak pro nerozdělený zisk, tak také plánovanou výši úvěrů, včetně nákladových úroků, které s úvěry vždy souvisí. Nerozdělený zisk a bankovní úvěry byly odvozeny z podílu těchto hodnot na tržbách za poslední sledovaný rok 2009. Pro nerozdělený zisk činí tento podíl 16,73 %, pro bankovní úvěry 9,18 %. Nákladové úroky byly odvozeny z podílu nákladových úroků na konečném stavu bankovních úvěrů v roce 2009.

Tab. 3.17: Plán financování v Kč

	Nerozdělený zisk	Vlastní kapitál	Úvěry	Nákladové úroky	Cizí kapitál
2010	1 011 278 499	1 671 445 337	555 000 000	34 798 432	2 351 324 736
2011	960 714 574	1 587 873 071	527 250 000	33 058 511	2 233 758 499
2012	1 014 181 790	1 676 243 909	556 593 356	34 898 336	2 358 075 181
2013	1 054 625 629	1 743 089 656	578 789 349	36 290 022	2 452 111 196
2014	1 095 488 846	1 810 628 552	601 215 501	37 696 139	2 547 122 307
2015	1 169 565 002	1 933 061 933	641 869 255	40 245 124	2 719 356 858

Zdroj: Vlastní výpočty

Výše uvedené dílčí plány jsou podkladem pro sestavení plánovaných výkazů, konkrétně tedy plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného výkazu peněžních toků.

### Plánovaný výkaz zisku a ztrát

V příloze 8 je zachycen plánovaný vývoj výkazu zisku a ztrát na období let 2010 – 2015.

Pro sestavení výkazu zisku a ztrát je zapotřebí znát plánované tržby a provozní ziskovou marži. Tržby podniku byly převzaty z dílčího plánu tržeb, a provozní zisková marže pak byla vyčíslena v dílčím plánu provozní ziskové marže. Další položky byly odvozeny z podílu na tržbách, který odpovídá poslednímu historickému období.

Mimořádný výsledek hospodaření v období let 2004 – 2009 se vyskytuje nahodilě, proto v následujícím období nebude plánován a tudíž ani při ocenění nebude brán v úvahu.

Výše disponibilního výsledku hospodaření podniku závisí na sazbě daně z příjmů právnických osob, která činí pro rok 2010 19 % dle zákona o daních z příjmů. V budoucím období se předpokládá, že sazba daně zůstane na stejné úrovni.

### **Plánovaný výkaz peněžních toků**

V příloze 9 je zobrazen plánovaný výkaz peněžních toků pro období let 2010 – 2015. Lze konstatovat, že v plánovaném období budou peněžní prostředky BONATRANS GROUP, a. s. kolísat, avšak jsou stále na příznivé úrovni. Podnik by tedy neměl být ohrožen platební neschopností, v případě nepříznivého ekonomického vývoje.

### **Plánovaná rozvaha**

V příloze 10 je uvedena plánovaná rozvaha na období let 2010 – 2015. Jako podklad byly použity výsledky zjištěné pomocí dílčích plánů, především plánu čistého pracovního kapitálu, plánu investic a plánu financování. Zbylé položky byly dopočítány podílem na tržbách, který odpovídá poslednímu historickému období.

## 4 OCENĚNÍ PODNIKU VYBRANÝMI METODAMI

V úvodu této diplomové práce byl blíže definován cíl, kterým je stanovit tržní hodnotu podniku BONATRANS GROUP, a. s. Tento cíl bude splněn aplikací dvoufázových výnosových metod, přičemž první fáze trvá 5 let a druhá fáze počíná 6. rokem a trvá do nekonečna.

Ke stanovení hodnoty podniku byla vybrána metoda diskontovaných peněžních toků *DCF-Entity* a *DCF-Equity*, dále metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA-Entity* a *EVA-Equity*. Předpokládá se, že aktiva oceňovaného podniku jsou provozně potřebná (operační). V rámci této kapitoly je zároveň provedena citlivostní analýza při stanovení hodnoty firmy metodou *DCF-Entity* a *EVA-Entity*.

Podnik bude oceněn k 1. 1. 2010 a důvodem ocenění je stanovení hodnoty podniku pro případ jeho prodeje.

### 4.1 Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku metodou *DCF-Entity*

Východiskem pro stanovení hodnoty podniku je určení celkových budoucích peněžních toků a nákladů celkového kapitálu.

#### 4.1.1 Stanovení celkových nákladů na kapitál

Při stanovení hodnoty podniku je důležité vyčíslit náklady kapitálu, neboť vyjadřují to, čím budou peněžní toky diskontovány a převáděny na současnou hodnotu. Výsledná hodnota podniku je kromě určení budoucích upravených výnosů ovlivněna diskontní mírou plnící významnou roli při ocenění podniku výnosovými metodami. Je tedy nezbytně nutné stanovit diskontní faktor v závislosti na vybrané metodě a peněžních tocích.

Náklady na kapitál jsou v této diplomové práci vyčísleny pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu. Pomocí tohoto modelu jsou v první řadě stanoveny náklady celkového kapitálu nezadluženého podniku pomocí vzorce 2.61. Nejdříve však je zapotřebí vyčíslit jednotlivé přírážky, které jsou uvedeny v tab. 4.1.

Tab. 4.1: Výpočet nákladů celkového kapitálu nezadluženého podniku v %

	$R_f$	$R_{\text{podnikatelské}}$	$R_{\text{finstab}}$	$R_{LA}$	$WACC_U$
2010	4,67	2,44	3,32	0,38	10,81
2011	4,67	2,44	4,12	0,48	11,71
2012	4,67	2,44	4,44	0,21	11,77
2013	4,67	2,44	4,68	0,10	11,89
2014	4,67	2,44	4,94	0,05	12,11
2015	4,67	2,44	4,96	0,01	12,08

Zdroj: Vlastní výpočty

Z tab. 4.1. je zřejmé, že náklady celkového kapitálu nezadluženého podniku se skládají z bezrizikové sazby a jednotlivých rizikových přírážek.

Bezriziková sazba je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů a její konkrétní hodnoty byly převzaty z finanční analýzy podnikové sféry Ministerstva průmyslu a obchodu. Rizikové přírážky charakterizující produkční sílu, velikost podniku a finanční stabilitu byly poté odvozeny dle pravidel uvedených v teoretické části.

U metody *DCF-Entity* je volný peněžní tok diskontován náklady kapitálu zadluženého podniku, které jsou odvozeny z výše vypočtených nákladů kapitálu nezadluženého podniku pomocí vztahu 2.62. Konkrétní hodnoty jsou uvedeny v tab. 4.2.

Tab. 4.2: Náklady celkového kapitálu zadluženého podniku v %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$WACC_L$	10,53	11,41	11,46	11,58	11,79	11,76

Zdroj: Vlastní výpočty

#### **4.1.2 Stanovení celkových budoucích peněžních toků**

Budoucí peněžní toky budou stanoveny pro BONATRANS GROUP, a. s. na základě výpočtu, jehož konkrétní podoba je popsána v teoretické části dle vzorce 2.53. Postup výpočtu a konkrétní hodnoty volných peněžních toků v jednotlivých letech odráží následující tab. 4.3. Data potřebná k výpočtu volných peněžních toků jsou převzata z dílčích plánů a plánovaných výkazů.

Tab. 4.3: Celkové budoucí peněžní toky BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
t	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Odpisy	133 423 471	126 752 297	133 806 518	139 142 493	144 533 800	154 307 070
$\Delta$ ČPK	153 479 053	-77 437 159	81 883 463	61 938 546	62 580 811	113 445 447
Investice	216 931 960	216 106 381	270 390 617	244 312 250	257 065 440	274 715 924
Úroky(1-t)	28 186 730	26 777 393	28 267 651	29 394 917	30 533 872	32 598 550
FCFF	794 084 636	967 601 644	815 564 733	908 159 436	941 818 318	958 602 511

Zdroj: Vlastní výpočty

Z takto provedeného výpočtu budoucích peněžních toků podniku je zřejmé, že tyto peněžní toky se ve sledovaných letech vyvíjí průměrným tempem odpovídající hodnotě okolo 5 %.

#### 4.1.3 Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku

Jelikož jsou již známy všechny prvky, které umožní výpočet hodnoty podniku pomocí metody *DCF-Entity*, je možné provést samotný propočet této hodnoty, jež je uveden v následující tab. 4.4.

Tab. 4.4: Hodnota celkového kapitálu podniku BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	1. fáze			2. fáze		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCFF	794 084 636	967 601 644	815 564 733	908 159 436	941 818 318	958 602 511
$WACC_L$	0,1053	0,1141	0,1146	0,1158	0,1179	0,1176
Diskontní faktor	0,9047	0,8057	0,7222	0,6452	0,5728	0,5734
dcFCFF	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	
Hodnota 1.fáze	3 212 385 414					
PH	8 148 449 276					
Hodnota 2.fáze	4 759 646 948					
<b>Hodnota podniku</b>	<b>7 972 032 361</b>					

Zdroj: Vlastní výpočty

Z výsledků je patrné, že hodnota podniku na bázi aktiv, stanovená dvoufázovou výnosovou metodou a za předpokladů modelu MM II, činí 7 972 032 361 Kč. Hodnota první fáze je 3 212 385 414 Kč a druhé fáze 4 759 646 948 Kč. Zároveň se ukázalo, že pokračující hodnota, která udává hodnotu podniku za druhou fází k počátku druhé fáze činí 8 148 449 276 Kč.

Hodnota podniku první fáze je vypočtena dle vzorce 2.43 uvedeného v teoretické části, tedy jako suma hodnot v letech 2010 – 2014. Pomocí tohoto vzorce jsou celkové

peněžní toky vynásobeny diskontním faktorem v daných letech a takto je zjištěna hodnota diskontovaných peněžních toků v jednotlivých predikovaných letech patřící do první fáze. Stanovení hodnoty podniku za druhou fází předchází výpočet pokračující hodnoty pomocí vzorce 2.45. Po určení této pokračující hodnoty je možné přistoupit k určení hodnoty za druhou fází dle vztahu 2.44, ve kterém je diskontovaná pokračující hodnota k momentu ocenění, tedy k 1. 1. 2010.

#### 4.1.4 Analýza citlivosti

Klíčovými faktory ovlivňujícími hodnotu podniku při aplikaci metody *DCF-Entity* jsou celkové peněžní toky *FCFF* a náklady na kapitál *WACC*. Provedena citlivostní analýza na tyto dva faktory je v příloze 11.

Z dosažených výsledků, lze vyvodit, že *FCFF* se při změně o  $\pm 6\%$  zvýší/sníží o 47 645 078 Kč. Součástí tabulky jsou rovněž hodnoty podniku při změně *FCFF* o určité procento. V případě 6% změny *FCFF* se hodnota podniku zvýší/sníží o 6 %, což představuje 478 321 942 Kč.

Analýzou citlivosti nákladů na kapitál *WACC* je zjištěno, jak se hodnota podniku změní, pokud se *WACC* změní o určitý parametr  $\alpha$ . Z výsledných hodnot vyplývá, že hodnota podniku se při změně *WACC* o  $+6\%$  sníží o 459 714 074 Kč.

Z provedených propočtů lze konstatovat, že hodnota podniku dosahuje vyšších hodnot při změnách nákladů na kapitál. Změna peněžních toků *FCFF* a nákladů *WACC* působí protichůdně na hodnotu podniku. To znamená, že pokud se *FCFF* sníží o 6 % pak se i hodnota podniku sníží o 6 %. U nákladů na kapitál *WACC* tomu tak není. V případě jejich snížení o 6 % se hodnota podniku zvýší o 6,51 %. Pokud se *FCFF* zvýší o 6 % pak se i hodnota podniku zvýší o 6 %. V případě zvýšení nákladů na kapitál *WACC* o 6 % se hodnota podniku sníží o 5,77 %.

Výše bylo uvedeno, že mj. klíčovým parametrem ke stanovení hodnoty podniku jsou peněžní toky *FCFF*. K jejich výpočtu lze použít jednotlivé faktory, a proto bude dále zjišťováno, které konkrétní faktory ovlivňují pozitivně, a které negativně hodnotu podniku. Bude tedy provedena citlivostní analýza na tržby *T*, náklady bez odpisů a úroků *NBOUr*, odpisy *ODP*, změnu čistého pracovního kapitálu *ČPK*, investiční výdaje *INV* a daňovou sazbu. Bude tak zjištěno, které dílčí faktory ovlivňují pozitivně, a které negativně hodnotu podniku.

Peněžní toky podniku budou v tomto případě vyjádřeny pomocí vzorce 2.54. V příloze 12 jsou uvedeny jednotlivé faktory, které budou podkladem pro zpracování citlivostní analýzy.

Nyní, když jsou známy hodnoty jednotlivých faktorů, je možné provést propočet hodnoty podniku za jednotlivé fáze a faktory dle vzorců 2.76 – 2.81.

Tab. 4.5: Výsledné hodnoty podniku dle fází a jednotlivých faktorů

	PV 1	PV 2	PV
T	18 058 864 844	28 120 612 653	46 179 477 497
NBOUr	-13 858 040 540	-21 579 240 640	-35 437 281 181
ODP	93 484 858	145 571 247	239 056 105
$\Delta$ ČPK	-211 406 577	-563 278 593	-774 685 170
INV	-870 517 171	-1 364 017 719	-2 234 534 890
t	714 655 608	1 388 824 657	2 103 480 265
<b>Hodnota</b>	<b>3 212 385 414</b>	<b>4 759 646 948</b>	<b>7 972 032 361</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledná hodnota podniku, stejně jak hodnota podniku za první fázi a druhou fázi odpovídá hodnotám uvedeným v tab. 4.4. Hodnota podniku tedy činí 7 972 032 361 Kč. Z toho hodnota podniku první fáze je 3 212 385 414 Kč a druhé fáze 4 759 646 948 Kč.

V tab. 4.6 jsou uvedeny vlivy dílčích faktorů na přírůstek hodnoty podniku. Bude tedy zjištěno, jak se změní hodnota podniku, pokud se hodnota faktoru změní relativně o určité procento. Konkrétní hodnoty podniku jsou v příloze 13.

Tab. 4.6: Vliv faktorů na přírůstek hodnoty firmy

alfa	Tržby	NBOUr	ODP	$\Delta$ ČPK	INV	daň
-0,06	-2 770 768 650	2 126 236 871	-14 343 366	46 481 110	134 072 093	136 843 100
-0,04	-1 847 179 100	1 417 491 247	-9 562 244	30 987 407	89 381 396	91 228 734
-0,02	-923 589 550	708 745 624	-4 781 122	15 493 703	44 690 698	45 614 367
0,00	0	0	0	0	0	0
0,02	923 589 550	-708 745 624	4 781 122	-15 493 703	-44 690 698	-45 614 367
0,04	1 847 179 100	-1 417 491 247	9 562 244	-30 987 407	-89 381 396	-91 228 734
0,06	2 770 768 650	-2 126 236 871	14 343 366	-46 481 110	-134 072 093	-136 843 100

Zdroj: Vlastní výpočty

Z výsledků je zřejmé, že nejvíce pozitivně ovlivňuje hodnotu podniku na bázi aktiv z dílčích faktorů velikost tržeb. Většina faktorů, pak kromě odpisů, působí opačně. Z nich nejcitlivější lze považovat změnu ČPK, a dále náklady bez odpisů a úroků a daňovou sazbu.



## 4.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou DCF-Equity

Stejně jako u metody *DCF-Entity* je i v případě této metody důležité stanovit budoucí peněžní toky a náklady kapitálu. Cílem této metody je určit tržní hodnotu vlastního kapitálu, tudíž budou brány v úvahu budoucí peněžní toky vztahující se pouze k vlastnímu kapitálu *FCFE*, jež jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu  $R_E$ .

### 4.2.1 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Východiskem pro výpočet nákladů vlastního kapitálu jsou náklady nezadluženého podniku  $WACC_U$ . K jejich propočtu byl použit stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu vycházející z předpokladu modelu MM II. Konkrétní hodnoty nákladů nezadluženého podniku v jednotlivých predikovaných letech, stejně jako postup výpočtu, jsou uvedeny v kapitole 4.1.1.

Pokud jsou známy náklady kapitálu nezadluženého podniku, je možno přistoupit k určení nákladů vlastního kapitálu dle vzorce 2.63. S využitím tohoto vzorce budou zjištěny konkrétní hodnoty nákladů vlastního kapitálu  $R_E$ , kterými budou diskontovány budoucí peněžní toky *FCFE* dle vztahu 2.32.

V níže uvedené tab. 4.7 jsou uvedeny konkrétní hodnoty nákladů vlastního kapitálu v jednotlivých letech.

Tab. 4.7: Náklady vlastního kapitálu zadluženého podniku v %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$R_E$	12,72	13,92	13,99	14,15	14,44	14,41

Zdroj: Vlastní výpočty

### 4.2.2 Stanovení budoucích peněžních toků pro vlastníky

Budoucí peněžní toky pro vlastníky budou stanoveny pro BONATRANS GROUP, a. s. na základě výpočtu, jehož konkrétní podoba je uvedená v teoretické části dle vzorce 2.51. Postup výpočtu a konkrétní hodnoty peněžních toků v jednotlivých letech jsou součástí následující tab. 4.8 Jako podklad byly brány sestavené plánované výkazy.

Tab. 4.8: Budoucí peněžní toky pro vlastníky BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
Odpisy	133 423 471	126 752 297	133 806 518	139 142 493	144 533 800	154 307 070
$\Delta \text{ČPK}$	153 479 053	-77 437 159	81 883 463	61 938 546	62 580 811	113 445 447
Investice	216 931 960	216 106 381	270 390 617	244 312 250	257 065 440	274 715 924
S	55 000 000	-27 750 000	29 343 356	22 195 993	22 426 152	40 653 753
FCFE	820 897 906	913 074 251	816 640 437	900 960 513	933 710 599	966 657 715

Zdroj: Vlastní výpočty

Z výše provedených propočtů budoucích peněžních toků pro vlastníky vyplývá, že tyto peněžní toky se ve sledovaných letech vyvíjí průměrným tempem odpovídající hodnotě okolo 4 %.

#### 4.2.3 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku

Nyní jsou již známy jak budoucí peněžní toky pro vlastníky *FCFE*, tak náklady vlastní kapitálu  $R_E$ . Proto je možné provést samotný propočet tržní hodnoty podniku pomocí metody *DCF-Equity*, jež je uveden v následující tab. 4.9.

Tab. 4.9: Hodnota vlastního kapitálu BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCFE	820 897 906	913 074 251	816 640 437	900 960 513	933 710 599	966 657 715
$R_E$	0,1272	0,1392	0,1399	0,1415	0,1444	0,1441
Diskontní faktor	0,8872	0,7706	0,6751	0,5890	0,5094	0,5102
dcFCFE	728 265 585	703 587 678	551 352 073	530 656 296	475 640 194	
Hodnota 1. fáze	2 989 501 826					
PH	6 710 111 216					
Hodnota 2. fáze	3 509 209 329					
<b>Hodnota podniku</b>	<b>6 498 711 155</b>					

Zdroj: Vlastní výpočty

Z tab. 4.9 vyplývá, že hodnota podniku vyjádřená vlastním kapitálem stanovená dvoufázovou výnosovou metodou a za předpokladů modelu MM II činí 6 498 711 155 Kč, přičemž hodnota první fáze 2 989 501 826 Kč a druhé fáze 3 509 209 329 Kč. Zároveň je zřejmé, že pokračující hodnota, která udává hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze, činí 6 710 111 216 Kč.

Postup výpočtu hodnoty první fáze, druhé fáze, pokračující hodnoty a celkové hodnoty je shodný s postupem výpočtu uvedeným v kapitole 4.1.3.

V této diplomové práci bude ke stanovení hodnoty podniku použita další výnosová metoda, kterou je metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA*. Tato metoda je založena na využití ukazatele ekonomické přidané hodnoty, který je svým charakterem obdobou ekonomického zisku. Z důvodu nedostupnosti dat bude proveden v této diplomové práci zjednodušující výpočet tohoto ukazatele.

### 4.3 Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku metodou *EVA-Entity*

Pro stanovení hodnoty podniku metodou *EVA-Entity* je zapotřebí v první řadě vyčíslit jednotlivé komponenty, čili upravený zisk *NOPAT*, čistá operační aktiva *NOA* a náklady na celkový kapitál *WACC*.

#### 4.3.1 *Propočet ukazatele EVA*

Ke zjištění hodnoty ukazatele *EVA* byl vyčíslen *NOPAT* jako  $EBIT \cdot (1 - t)$ , od kterého byl odečten součin čistých operačních aktiv *NOA* a nákladů na celkový kapitál *WACC*. Čistá operační aktiva *NOA* představují součet stálých aktiv a čistého pracovního kapitálu, náklady na celkový kapitál *WACC* byly převzaty z tab. 4.2. Konkrétní hodnoty jednotlivých komponent a výsledné hodnoty ukazatele *EVA* jsou shrnuty v následující tab. 4.10.

Tab. 4.10: Propočet ukazatele *EVA* v Kč

	NOPAT	NOA	WACC	NOA . WACC	EVA
2009	-	2 588 242 542	-	-	-
2010	1 031 072 179	2 825 230 084	0,1053	297 536 099	733 536 080
2011	979 518 570	2 837 147 009	0,1141	323 655 946	655 862 624
2012	1 034 032 296	3 055 614 572	0,1146	350 180 474	683 851 822
2013	1 075 267 740	3 222 722 875	0,1158	373 080 302	702 187 437
2014	1 116 930 770	3 397 835 326	0,1179	400 632 380	716 298 390
2015	1 192 456 813	3 631 689 627	0,1176	427 240 408	765 216 404

Zdroj: Vlastní výpočty

V tab. 4.10 je možné si všimnout, že hodnoty ukazatele *EVA* zjištěné dle vztahu 2.64, vykazují průměrné tempo růstu ve výši odpovídající hodnotě okolo 4 %.

#### 4.3.2 *Stanovení hodnoty celkového kapitálu podniku*

Nyní, když jsou známé hodnoty ukazatele *EVA*, je možné provést výpočet hodnoty podniku. Stejně jako v případě metody *DCF* je ke stanovení hodnoty metodou *EVA-Entity* použito dvoufázové ocenění, kdy délka první fáze trvá 5 let a druhé fáze od 6. roku do nekonečna.

Tab. 4.11: Hodnota celkového kapitálu BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EVA	733 536 080	655 862 624	683 851 822	702 187 437	716 298 390	765 216 404
WACC <sub>L</sub>	0,1053	0,1141	0,1146	0,1158	0,1179	0,1176
Diskontní faktor	0,9047	0,8057	0,7222	0,6452	0,5728	0,5734
dcEVA	663 645 012	528 423 005	493 858 118	453 065 773	410 264 008	
Hodnota 1. fáze	2 549 255 917					
PH	6 504 601 212					
Hodnota 2. fáze	3 799 447 509					
MVA	6 348 703 427					
<b>Hodnota podniku</b>	<b>8 936 945 968</b>					

Zdroj: Vlastní výpočty

Při stanovení hodnoty podniku metodou *EVA-Entity* je žádoucí hodnoty ukazatele *EVA* převést pomocí diskontování na současnou hodnotu, čímž bude zjištěna diskontovaná hodnota ukazatele *dcEVA* pro jednotlivá predikovaná období. Součet diskontované hodnoty *dcEVA* v letech 2010 – 2014 udává současnou hodnotu první fáze, která činí 2 549 255 917 Kč. Dříve než je možné určit hodnotu druhé fáze je nutné vyčíslit pokračující hodnotu s využitím vztahu 2.45. Z tab. 4.11 je zřejmé, že pokračující hodnota, která vyjadřuje hodnotu podniku za druhou fází k počátku druhé fáze je ve výši 6 504 601 212 Kč. Poté je stanovena současná hodnota druhé fáze dle vztahu 2.44, která dosahuje hodnoty 3 799 447 509 Kč. Rozhodující úlohu při stanovení konečné hodnoty podniku plní hodnota přidaná trhem *MVA*, která je dána jako suma současných hodnot za první a druhou fází dle vztahu 2.70. V tomto konkrétním případě činí hodnota *MVA* 6 348 703 427 Kč. Nyní je již možné vypočítat konečnou hodnotu podniku pomocí vztahu 2.71, tedy jako součet výchozí hodnoty čistých operačních aktiv k momentu ocenění uvedené v tab. 4.10. a tržní přidané hodnoty *MVA*.

#### 4.3.3 Analýza citlivosti

V této diplomové práci bude zkoumán vliv faktorů *NOA*, *NOPAT* a *WACC* na přírůstek hodnoty firmy. V příloze 14 jsou uvedeny konkrétní hodnoty ukazatele *EVA* v letech 2010 – 2015 při změně čistých operačních aktiv *NOA*, upraveného zisku *NOPAT* a nákladů na kapitál *WACC* o relativní odchylku  $\alpha$ . Celková hodnoty podniku při změně těchto faktorů jsou uvedeny rovněž v příloze 14.

Citlivost hodnoty ukazatele *EVA* a přírůstku na změnu hodnoty *NOA* lze vyjádřit pomocí vztahu 2.75. Ukázalo se, že při změně *NOA* o  $\pm 6\%$  se ukazatel *EVA* zvýší/sníží

o 17 852 166 Kč. Za předpokladu 6% změny zisku se hodnota podniku zvýší/sníží o 2,27 %, což představuje 202 461 538 Kč.

V případě, že bude zkoumán vliv *NOPAT*, bude se postupovat obdobně jako v předchozím případě. To znamená, že nejdříve bude zjištěna hodnota ukazatele *EVA* pomocí vzorce a poté bude propočtena celková hodnota podniku.

Z dosažených výsledků lze vyvodit, že ukazatel *EVA* se při změně *NOPAT* o  $\pm 6\%$  zvýší/sníží o 61 864 331 Kč. Za předpokladu 6% změny zisku se hodnota podniku zvýší/sníží o 6,53 %, což představuje 583 383 744 Kč.

Pro zjištění hodnoty podniku při změně *WACC* o určité procento, je zapotřebí, stejně jako v předchozích případech, vyčíslit hodnotu ukazatele *EVA*, dle vzorce 2.73. Když jsou známy hodnoty tohoto ukazatele v jednotlivých predikovaných letech, je možné přistoupit ke stanovení hodnoty podniku. Z výsledných hodnot vyplývá, že ukazatel *EVA* se při změně *WACC* o  $\pm 6\%$  zvýší/sníží o 17 852 166 Kč. V příloze je rovněž zachycena změna hodnoty podniku o dané procento.

Z provedené analýzy citlivosti vyplývá, že hodnota podniku je nejvyšší v případě posuzování změny nákladů na kapitál *WACC* a nejmenší při posuzování upraveného zisku *NOPAT*. Zároveň se ukázalo, že upravený zisk a náklady stejně jako čistá operační aktiva působí protichůdně na hodnotu podniku. Znamená to, že pokud se náklady kapitálu sníží o 6 %, hodnota podniku se zvýší o 7,04 %. Obdobně je to v případě, pokud se čistá operační aktiva sníží o 6 %, pak se hodnota podniku zvýší ale o pouhých 2,27 %. Odlišné je to při posouzení změny upraveného zisku, neboť když se sníží o 6 %, pak se hodnota podniku sníží o 6,53 % a naopak.

#### **4.4 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou EVA-Equity**

Postup stanovení hodnoty podniku metodou ekonomické přidané hodnoty na bázi Equity je totožný s postupem uvedeným v kapitole 4.3.2. K určení ukazatele *EVA* jsou však použity odlišné komponenty. Prvním z nich je rentabilita vlastního kapitálu *ROE*, dále náklady vlastního kapitálu  $R_E$  a vlastní kapitál *E*. Konkrétní hodnoty jednotlivých komponent a výsledné hodnoty ukazatele *EVA* jsou součástí následující tab. 4.11.

##### **4.4.1 Propočet ukazatele EVA**

Dříve než je možné přistoupit k výpočtu ukazatele *EVA*, bylo zapotřebí určit ukazatel rentability *ROE* s využitím vztahu 2.7, blíže konkretizovaného v teoretické části.

Náklady vlastního kapitálu jsou shodné s náklady použitými u metody *DCF-Equity*, tudíž byly pouze převzaty z tab. 4.7.

Tab. 4.12: Propočet ukazatele EVA v Kč

	ROE	R <sub>E</sub>	E	ROE - R <sub>E</sub>	EVA
2009	-	-	1 505 806 610	-	-
2010	0,6000	0,1272	1 671 445 337	0,4728	790 284 627
2011	0,6000	0,1392	1 587 873 071	0,4608	731 734 407
2012	0,6000	0,1392	1 676 243 909	0,4601	771 255 763
2013	0,6000	0,1415	1 743 089 656	0,4585	799 238 496
2014	0,6000	0,1444	1 810 628 552	0,4556	824 899 675
2015	0,6000	0,1441	1 933 061 933	0,4560	881 381 622

Zdroj: Vlastní výpočty

Ukázalo se, že výsledné hodnoty ukazatele *EVA*, jež jsou součástí tab. 4.12 a vypočtené pomocí vztahu 2.69, se vyvíjejí průměrným tempem růstu přibližně ve výši 2 %.

#### 4.4.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku

Po vyčíslení těchto jednotlivých komponent je možné přistoupit k výpočtu hodnoty podniku. Rovněž i u tohoto způsobu výpočtu bylo zvoleno dvoufázové ocenění.

Tab. 4.13: Hodnota vlastního kapitálu BONATRANS GROUP, a. s. v Kč

	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EVA	790 284 627	731 734 407	771 255 763	799 238 496	824 899 675	881 381 622
R <sub>E</sub>	0,1272	0,1392	0,1399	0,1415	0,1444	0,1441
Diskontní faktor	0,8872	0,7706	0,6751	0,5890	0,5094	0,5102
dcEVA	701 106 789	563 852 624	520 710 761	470 743 094	420 210 975	
Hodnota 1. fáze	2 676 624 244					
PH	6 118 162 215					
Hodnota 2. fáze	3 199 635 779					
MVA	5 876 260 022					
<b>Hodnota podniku</b>	<b>7 382 066 633</b>					

Zdroj: Vlastní výpočty

Z tab. 4.13 lze vyvodit, že hodnota vlastního kapitálu k momentu ocenění zjištěna metodou *EVA-Equity* činí 7 382 066 633 Kč. Hodnota první fáze je 2 676 624 244 Kč a druhé fáze 3 199 635 779 Kč. Zároveň se ukázalo, že pokračující hodnota činí 6 118 162 215 Kč a tržní přidaná hodnota 5 876 260 022 Kč.

Výsledné hodnoty byly vypočteny totožným způsobem jako v případě metody *EVA-Entity*.

## 5 ZHODNOCENÍ DOSAŽENÝCH VÝSLEDKŮ

V podmínkách českých podniků se stále častěji, ke stanovení hodnoty podniku, využívá výnosové metody. V této diplomové práci byly z této kategorie metod pro stanovení tržní hodnoty podniku k 1. 1. 2010 využity dvě výnosové metody dvoufázového ocenění, a to metoda diskontovaných peněžních toků *DCF* a dále metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA*. Obě tyto metody byly zpracovány na bázi entity a equity s předpokladem, že první fáze trvá 5 let (2010 – 2014), druhá fáze představuje období od 6. roku (2015) do nekonečna. Rovněž se předpokládá neomezená doba trvání podniku. V případě metody *DCF-Entity* a *EVA-Entity* je výsledkem tržní hodnota celkového kapitálu, kdežto u metody *DCF-Equity* a *EVA-Equity* je výsledkem tržní hodnota vlastního kapitálu podniku.

Tyto metody byly aplikovány na vybraný podnik BONATRANS GROUP, a. s., který zaměřuje svou podnikatelskou činnost na oblast výroby železničního dvojkolí a jejich dílů. Je proto zařazen dle ekonomické činnosti CZ-NACE do odvětví 30 - Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení v rámci zpracovatelského průmyslu.

V tab. 5.1 jsou shrnuty výsledné tržní hodnoty a následně je provedena komparace jednak mezi sebou, jednak s účetními hodnotami, jež jsou zachyceny v účetních výkazech podniku k 31. 12. 2009.

Tab. 5.1: Srovnání metod ocenění BONATRANS GROUP, a. s. k 1. 1. 2010 v Kč

		Hodnota celkového kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu
Metoda DCF	entity	7 972 032 361	-
	equity	-	6 498 711 155
Metoda EVA	entity	8 936 945 968	-
	equity	-	7 382 066 633
Účetní hodnota	-	3 624 117 184	1 505 806 610

Zdroj: Vlastní výpočty

Z výsledných hodnot zachycených v tab. 5.1 je patrné, že hodnota podniku na bázi entity, stanovená dvoufázovou výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků *DCF* činí 7 972 032 361 Kč. Účetní hodnota celkového kapitálu, převzata z rozvahy podniku, činila 3 624 117 184 Kč. Je tedy možno konstatovat, že tržní hodnota celkového kapitálu je větší než účetní hodnota. Rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou činí 4 347 915 177 Kč. V případě metody *DCF*, leč na bázi equity, činí výsledné ocenění vlastního kapitálu

6 690 120 294 Kč. Rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou je oproti předchozí metody výraznější a činí 4 992 904 545 Kč.

Metodou *EVA* byl oceněn, stejně jako v případě metody *DCF* jak celkový, tak i vlastní kapitál podniku. Vlastní kapitál podniku zjištěný pomocí této metody činí 7 382 066 633 Kč, celkový kapitál pak 8 936 945 968 Kč. V obou případech je tržní hodnota vlastního i celkového kapitálu podniku vyšší než účetní hodnota.

Po srovnání výsledných tržních hodnot je patrné, že podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu podniku je značný.

V běžné praxi by měly být výsledky ocenění metodou *EVA* a metodou *DCF* většinou shodné nebo přibližně stejné. Dosažené výsledné hodnoty, jež jsou součástí tab. 5.1, však ukazují na nepatrný rozdíl. Ten může být způsobem tím, že pro výpočet metodou *EVA* byly použity účetní hodnoty namísto reálných resp. skutečných hodnot.

Z dosažených výsledků a použitých metod, vyplývá, že tržní hodnota vlastního kapitálu BONATRANS GROUP, a. s. by se měla pohybovat v rozmezí od 6 498 711 155 Kč do 7 382 066 633 Kč. Tržní hodnota celkového kapitálu BONATRANS GROUP, a. s. by pak měla být mezi 7 972 032 361 Kč a 8 936 945 968 Kč.

Součástí této diplomové práce bylo provedení citlivostní analýzy na faktory ovlivňující hodnotu podniku. U metody *DCF-Entity* bylo zjištěno, že hodnota podniku dosahuje vyšších hodnot při změnách nákladů na kapitál *WACC*. Když se tyto náklady sníží o 6 %, pak se hodnota podniku zvýší o 6,51 %. V případě zvýšení nákladů na kapitál *WACC* o 6 % se hodnota podniku sníží o 5,77 %.

Dále byla provedena citlivostní analýza u metody *EVA-Entity*. Z ní lze vyvodit, že i u této metody mají největší vliv na hodnotu podniku náklady na kapitál *WACC*. Ukázalo se, že pokud se náklady na kapitál sníží o 6 %, pak se hodnota podniku zvýší o 7,04 %. Při zvýšení nákladů na kapitál *WACC* o 6 %, se hodnota podniku sníží o 6,23 %.



## 6 ZÁVĚR

Celý proces oceňování je velmi složitý. Oceňování vyžaduje jak hluboké teoretické znalosti aplikovaných metod při ocenění, tak praktické profesní znalosti a zkušenosti z oblasti finančního řízení podniku. Úspěšné ocenění je ovlivněno dostupností, rozsahem a kvalitou informací, časovým horizontem a použitou metodou, jejíž výběr je v rukou oceňovatele.

Oceňování je důležité nejen pro manažery, kteří se zabývají taktickým řízením podniku a dlouhodobými strategickými rozhodnutími, ale i pro další útvary uvnitř podniku.

Cílem této diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty BONATRANS GROUP, a. s. ke dni 1. 1. 2010 prostřednictvím dvoufázové výnosové metody DCF a EVA na bázi entity a equity a provedení citlivostní analýzy na jednotlivé faktory ovlivňující hodnotu podniku. Ocenění bylo provedeno za účelem zjištění tržní hodnoty podniku pro případ jeho prodeje.

Diplomová práce je rozdělena do šesti kapitol. První kapitola obsahuje úvod a šestá kapitola závěr.

Druhá kapitola je zaměřena na teoretická východiska oceňování podniku. Součástí této kapitoly je objasnění základních pojmů, které se vážou k ocenění, důvodů pro ocenění včetně popisu doporučeného postupu. Podává rovněž přehled o základních metodách se zaměřením na výnosové metody, jež jsou nejvyužívanější v české praxi a dále o vstupních parametrech, které jsou zapotřebí při aplikaci výnosových metod. Závěr této kapitoly je věnován analýze citlivosti.

V úvodu třetí kapitoly je ve stručnosti představen podnik, u něhož byl použit postup ocenění podniku vedoucí k určení jeho hodnoty. Jedná se o BONATRANS GROUP, a. s., který je významným výrobcem železničního dvojkolí a jejich dílů. V rámci strategické analýzy je analyzován vnější a vnitřní potenciál podniku. Dále byla provedena finanční analýza podniku s využitím získaných ekonomických dat za období let 2004 až 2009. Z poměrové analýzy, jakožto nejpoužívanější metody finanční analýzy bylo zjištěno, že oblast rentability podniku v posledním sledovaném roce není nijak příznivá. Dále bylo také zjištěno, že ukazatele likvidity signalizují dobrou platební schopnost podniku, což příznivě ovlivňuje neomezené trvání podniku. Ukazatele aktivity však poukazují na jasný problém s platební nekázní odběratelů. V této oblasti bylo hodnoceno pravidlo solventnosti, pomocí něhož bylo zjištěno, že ve třech sledovaných letech nebylo toto

pravidlo splněno. Ze získaných ukazatelů zadluženosti vyplývá, že podnik používá ke krytí svých potřeb více cizích zdrojů než vlastního kapitálu. V předposlední podkapitole je provedeno zhodnocení silných, slabých stránek, příležitostí a ohrožení podniku, tzv. SWOT analýza. Poslední podkapitola je věnována sestavení finančního plánu výkazu zisku a ztrát, rozvahy a peněžních toků, které jsou podkladem k ocenění podniku výnosovými metodami. Dlouhodobý finanční plán je sestavován na období let 2010 až 2015.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na samotný proces ocenění podniku BONATRANS GROUP, a. s. vybranými metodami oceňování a na analýzu citlivosti. Samotnému ocenění však předchází stanovení klíčových parametrů, jimiž jsou budoucí peněžní toky a náklady na kapitál. První aplikovanou metodou byla metoda *DCF-Entity*. S využitím této metody byla hodnota podniku na bázi entity stanovena ve výši 7 972 032 361 Kč. Byla zde provedena analýza citlivosti na změny *FCFF* a změny nákladů na kapitál *WACC*. Ukázalo se, že hodnota podniku dosahuje vyšších hodnot při změnách nákladů na kapitál. Pokud se *FCFF* sníží o 6 %, pak se i hodnota podniku sníží o 6 %. Náklady na kapitál *WACC* působí opačně, to znamená, že když se tyto náklady sníží o 6 %, pak se hodnota podniku zvýší o 6,51 %. Bylo rovněž zjištěno, že hodnotu podniku pozitivně ovlivňují zejména tržby. Dále byla použita metoda *DCF-Equity*, u níž je hodnota podniku vyjádřena vlastním kapitálem. Výsledné ocenění pomocí této metody činí 6 498 711 155 Kč.

Kromě metody *DCF* byla ke stanovení hodnoty podniku použita metoda *EVA*. Stejně jako v předchozím případě byla zpracována v obou variantách, čili entity a equity. Aplikací metody *EVA* na bázi entity činí výsledné ocenění 8 936 945 968 Kč. U této varianty byla provedena analýza citlivosti, ze které vyplývá, že hodnota podniku je nejvyšší v případě posouzení změny nákladů na kapitál *WACC* a nejmenší při posouzení změny upraveného zisku *NOPAT*. Pokud se náklady kapitálu sníží o 6 %, hodnota podniku se zvýší o 7,04 %. Obdobně je to v případě, pokud se čistá operační aktiva sníží o 6 %, pak se hodnota podniku zvýší, ale o pouhých 2,27 %. Odlišné je to při posouzení změny upraveného zisku *NOPAT*, neboť když se sníží o 6 %, pak se hodnota podniku sníží o 6,53 % a naopak. Poslední použitou metodou byla *EVA* na bázi equity. V případě využití této metody činí výsledná hodnota 7 382 066 633 Kč.

Detailnější zhodnocení a komparace dosažených výsledků mezi sebou a jejich porovnání s účetní hodnotou k 31. 12. 2009 je součástí páté kapitoly. Bylo zjištěno, že tržní hodnota celkového i vlastního kapitálu BONATRANS GROUP, a. s. je vyšší než účetní hodnota zachycena v rozvaze podniku k 31. 12. 2009. Významný je rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou u vlastního kapitálu. Za předpokladu ocenění podniku BONATRANS

GROUP, a. s. pro případ jeho prodeje by se výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu měla pohybovat mezi 6 498 711 155 Kč a 7 382 066 633 Kč.

Z porovnání tržních hodnot celkového kapitálu s účetní hodnotou vyplývá, že tento rozdíl není tak značný jako v případě porovnání vlastního kapitálu s účetní hodnotou. Výsledná hodnota celkového kapitálu podniku BONATRANS GROUP, a. s. by se měla pohybovat mezi 7 972 032 361 Kč a 8 936 945 968 Kč.

V běžné praxi by měly být výsledky ocenění metodou *EVA* a metodou *DCF* většinou shodné nebo přibližně stejné. Dosažené výsledné hodnoty však ukazují na nepatrný rozdíl. Ten může být způsoben tím, že pro výpočet metodou *EVA* byly použity účetní hodnoty namísto reálných resp. skutečných hodnot.

Z provedené analýzy citlivosti, která je součástí diplomové práce vyplývá, že jak u metody *DCF-Entity*, tak u metody *EVA-Entity* mají největší vliv na hodnotu podniku náklady na kapitál *WACC*.

Námětem pro další postup, případně řešení může být použití jiné metody oceňování, jako např. metody kapitalizovaných zisků či provedení citlivostní analýzy u metody *DCF* a *EVA* na bázi equity.

## SEZNAM LITERATURY

### Knižní publikace

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1995. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.

DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck. 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 80-86929-31-3.

MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. přepr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MRKVIČKA, J. a KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.

RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

ZMEŠKAL, Zdeněk a kol. *Finanční modely*. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

### Elektronické zdroje

*Analýza konkurence, jejích úspěšných a neúspěšných kroků, jejího potenciálu*. [online]. 2008, [cit.2011-02-05]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.synext.cz/analýza-konkurence-jejich-uspesnych-a-neuspesnych-kroku-jejeho-potencialu.html> >.

*BONATRANS GROUP, a. s.* [online]. 2011, [cit.2011-02-17]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.bonatrans.cz> >.

*Ceny oceli vstoupily o čtvrtinu.* [online]. 2011, [cit.2011-02-02]. Dostupný z WWW:  
< <http://zpravy.e15.cz/burzy-a-trhy/komodity/ceny-oceli-vzrostly-o-ctvrtinu>>.

Česká národní banka. [online]. 2011, [cit.2011-02-17]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

DLUHOŠOVÁ, D., RICHTÁROVÁ, D., ZMEŠKAL, Z. *Aplikace analýzy citlivosti při finančním rozhodování.* [online]. 2010, [cit.2011-03-17]. Dostupný z WWW:  
<[http:// www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/.../DD-ZZ-DR1\\_uprx.pdf](http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/.../DD-ZZ-DR1_uprx.pdf)>.

Ministerstvo financí ČR. [online]. 2011, [cit.2011-02-25]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg>>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. [online]. 2011, [cit.2009-03-01]. Dostupný z WWW: < <http://www.mpo.cz>>.

OECD – *Economic Outlook*. [online]. 2011, [cit.2011-02-13]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.oecd.org/dataoecd/36/57/43117724.pdf>>.

*Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2009.* [online]. 2011, [cit.2011-03-02]. Dostupné z WWW: < <http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.

*Přirážky pro výpočet nákladů na kapitál.* [online]. 2011, [cit.2011-03-05]. Dostupné z WWW: < <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>.

*Struktura užití oceli.* [online]. 2011, [cit.2011-02-02]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.hz.cz/cz/struktura-uziti-oceli>>.

*Strojírenství.* [online]. 2011, [cit.2011-02-10]. Dostupný z WWW:  
< <http://www.czech.cz/cz/66416-strojirenstvi>>.

## **Ostatní zdroje**

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Interní materiály podniku.

## SEZNAM ZKRATEK A SYMBOLŮ

3M	tříměsíční
$\Delta$	změna
$\alpha$	relativní odchylka
$\beta_E$	koefficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
aj.	a jiné
APM	arbitrážní model oceňování
APV	upravená současná hodnota
a. s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
BÚ	bankovní úvěry
BV	účetní hodnota firmy
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí zdroje (kapitál)
CK <sub>0</sub>	cizí kapitál
CZK	česká koruna
CZ	čistý zisk
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČPK	čistý pracovní kapitál
D	úročené cizí zdroje
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DIV	dividenda
EAT	zisk po zdanění (čistý zisk)
EBIT	zisk před úhradou úroků a daněmi (provozní zisk)
EBT	zisk před zdaněním
EUR	měna Euro
EVA	ekonomická přidaná hodnota
E(R <sub>E</sub> )	očekávaný výnos vlastního kapitálu
E(R <sub>M</sub> )	očekávaný výnos tržního portfolia
E(R <sub>j</sub> )	očekávaný výnos j-tého faktoru
FA	fixní aktiva
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FH	fázová hodnota
FN	fixní náklady
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra (obecné vyjádření)
INV	investice
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
IT	Informační technologie
Kč	koruna česká
L	likvidita
mj.	mimo jiné

mld.	miliardy
MV	tržní hodnota firmy
MVA	tržní přidaná hodnota
NBOU <sub>r</sub>	náklady bez odpisů a úroků
NDR	Německá demokratická republika
NOA	čistá operační aktiva
NOPAT	čistý výsledek hospodaření
NOPBT	operační výsledek hospodaření před daní
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
Obr.	obrázek
ODP	odpisy
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
PH	pokračující hodnota
PRIBOR	pražská mezibankovní úroková sazba
R	náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)
R <sub>D</sub>	náklady dluhu
R <sub>E</sub>	náklady vlastního kapitálu
resp.	respektive
R <sub>F</sub>	bezriziková úroková míra
R <sub>finstab</sub>	riziková přírážka za finanční stabilitu na bázi likvidity
RLA	riziková přírážka za velikost podniku
R <sub>podnikatelské</sub>	riziková přírážka za produkční sílu
R <sub>U</sub>	náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
S	rozdíl mezi čerpáním a splátkami dluhu
S <sub>n</sub>	substanční hodnota netto
S <sub>b</sub>	substanční hodnota brutto
UM	úroková míra
USA	Spojené státy americké
T	tržby
t	sazba daně z příjmů
tab.	tabulka
TS	současná hodnota daňového štítu
tzv.	tak zvaný
USD	americký dolar
ÚZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku
VK (E)	vlastní kapitál
VK <sub>0</sub>	vlastní kapitál k datu ocenění
VN	variabilní náklady
WACC	náklady celkového kapitálu (průměrné náklady kapitálu)
WACC <sub>U</sub>	náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy
WACC <sub>L</sub>	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
w <sub>t</sub>	váhy přiřazené jednotlivým obdobím
XL	průměrná celková likvidita v odvětví průmyslu
Z	trvale udržitelný zisk

$Z_t$	zisk v minulých obdobích upravený o korekce
ŽDB	Železářny a drátovny Bohumín



## PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 29. 04. 2011

Aneta Bijoková  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:  
U Školy 1095  
735 53 DOLNÍ LUTYNĚ

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1	Rozvaha BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2004 – 2009
Příloha 2	Výkaz zisku a ztrát BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2004 – 2009
Příloha 3	Horizontální analýza rozvahy
Příloha 4	Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát
Příloha 5	Vertikální analýza rozvahy
Příloha 6	Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát
Příloha 7	Pyramidový rozklad ROE
Příloha 8	Plánovaný výkaz zisku a ztrát BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 – 2015
Příloha 9	Plánovaný výkaz peněžních toků BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 – 2015
Příloha 10	Plánovaný výkaz peněžních toků BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 – 2015
Příloha 11	Citlivostní analýza změn parametrů v rámci metody DCF-Entity
Příloha 12	Faktory pro zpracování citlivostní analýzy FCFF
Příloha 13	Konkrétní hodnoty podniku při změnách jednotlivých faktorů FCFF
Příloha 14	Citlivostní analýza změn parametrů v rámci metody EVA-Entity

# Rozvaha BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2004 – 2009 – aktiva

Radek vykazu	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	2 145 164 631	2 433 446 426	2 661 991 985	2 989 729 279	3 684 106 267	3 624 117 184
B. Dlouhodobý majetek	747 920 078	799 261 974	722 254 772	798 947 329	1 019 149 276	1 192 978 424
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	3 183 633	5 670 527	5 428 898	10 755 291	23 349 202	59 229 591
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	82 216	61 644	41 094	20 544	1 298 000	
B.I.3. Software	2 219 340	4 419 769	3 811 099	7 077 771	11 125 970	19 065 985
B.I.4. Ocenitelná práva	747 295	946 231	1 318 950	2 194 181	2 786 751	1 714 530
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek		69 032	23 011			1 439 196
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek				1 140 257	7 934 925	36 694 673
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	134 782	173 852	234 744	322 537	203 556	315 207
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	723 674 917	739 440 676	716 825 874	788 192 038	994 800 074	1 131 501 650
B.II.1. Pozemky	22 402 090	22 897 054	22 897 054	40 997 054	41 131 788	41 279 572
B.II.2. Stavby	246 134 539	242 270 958	280 836 120	274 893 999	366 024 686	445 021 579
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	174 971 051	182 890 009	311 423 783	321 522 904	490 269 571	532 633 516
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	553 185	1 052 150	1 021 187	613 365	678 479	424 938
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	186 499 695	209 319 577	34 488 203	77 563 667	28 867 584	40 473 570
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	16 737 141	12 467 273	5 449 432	19 724 516	22 784 994	34 459 065
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	76 377 216	68 543 655	60 710 094	52 876 533	45 042 972	37 209 411
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	21 061 529	54 150 771			1 000 000	2 247 183
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					1 000 000	2 000 000
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	21 061 529	54 150 771				247 183
C. Oběžná aktiva	1 334 462 343	1 531 384 602	1 832 508 302	2 106 880 928	2 587 124 988	2 372 510 270
C.I. Zásoby	588 649 485	665 495 023	542 831 314	688 747 264	878 463 687	621 731 582
C.I.1. Materiál	257 881 059	216 410 470	175 435 335	230 555 482	343 310 254	193 935 831
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	270 079 641	382 083 719	276 598 237	356 738 296	393 866 592	336 352 987
C.I.3. Výrobky	60 688 785	67 000 834	88 228 106	97 746 838	122 001 773	84 644 203
C.I.5. Zboží			2 569 637	3 472 920	19 285 067	6 798 561
C.I.6. Poskytnuté zálohy na zásoby				233 728		
C.II. Dlouhodobé pohledávky	28 857 311	49 678 186	120 581 641	111 901 432	323 491 291	37 791 049
C.II.5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	28 080 689	2 387 750	2 244 750	950 388	455 638	268 263
C.II.7. Jiné pohledávky	776 622	47 290 436	118 336 891	110 951 044	256 486 694	5 592 009
C.II.8. Odložená daňová pohledávka					66 548 959	31 930 777
C.III. Krátkodobé pohledávky	506 828 749	716 766 180	924 557 507	1 100 738 842	906 743 379	930 777 556
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	424 182 987	631 114 883	595 593 248	619 103 231	727 515 855	789 116 954
C.III.6. Stát - daňové pohledávky	65 890 429	65 329 345	117 951 130	62 988 497	88 158 232	66 899 611
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 813 929	8 383 712	6 192 400	45 753 981	25 095 106	55 338 605
C.III.8. Dohadné účty aktivní	1 738 103	2 909 726	2 047 023	3 509 817	33 409 070	5 307 736
C.III.9. Jiné pohledávky	9 203 301	9 028 514	202 773 706	369 383 316	32 565 115	14 114 651
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	210 126 798	99 445 213	244 537 840	205 493 390	478 426 631	782 210 083
C.IV.1. Peníze	124 913	147 341	322 916	637 143	409 017	548 992
C.IV.2. Účty v bankách	165 001 885	45 288 872	187 315 124	148 056 247	478 017 614	271 782 686
C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	45 000 000	54 009 000	56 899 800	56 800 000		509 878 405
D.I. Časové rozlišení	62 782 209	102 799 851	107 228 912	83 901 023	77 832 003	58 628 490
D.I.1. Náklady příštích období	34 631 395	67 849 139	71 055 461	83 667 429	77 525 423	58 570 256
D.I.2. Komplexní náklady příštích období	27 955 499	34 753 927	36 151 884			
D.I.3. Příjmy příštích období	195 315	196 785	21 567	233 594	306 580	58 235

# Rozvaha BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2004 – 2009 – pasiva

Radek vykazu	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PASIVA CELKEM	2 145 164 631	2 433 446 426	2 661 991 985	2 989 729 279	3 684 106 267	3 624 117 184
A. Vlastní kapitál	531 195 288	736 400 640	279 451 674	833 028 125	1 044 044 260	1 505 806 610
A.I. Základní kapitál	20 000 000	20 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
A.I.1. Základní kapitál	20 000 000	20 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
A.II. Kapitálové fondy	6 920 641	190 000	107 910 120	349 686 850	-407 217 450	-390 788 550
A.II.2. Ostatní kapitálové fondy	190 000	190 000				
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	6 730 641		107 910 120	349 686 850	-407 217 450	-390 788 550
A.III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	4 000 000	4 000 000	1 200 000	1 200 000	51 200 000	51 200 000
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	4 000 000	4 000 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000
A.III.2. Statutární a ostatní fondy					50 000 000	50 000 000
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	214 813 831	392 274 648	-127 418 431	164 341 554	141 275	911 061 710
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	214 813 831	392 274 648	-127 418 431	164 341 554	141 275	911 061 710
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	285 460 817	319 935 992	291 759 985	311 799 721	1 393 920 436	928 333 450
B. Cizí zdroje	1 613 725 282	1 696 876 876	2 382 380 725	2 156 529 723	2 639 881 692	2 118 310 573
B.I. Rezervy	258 730 424	123 067 479	49 543 805	120 248 733	425 187 314	71 377 704
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	221 777 858	79 940 341		35 000 000	70 000 000	39 592 467
B.I.3. Rezerva na daň z příjmu				16 141 680	236 463 483	
B.I.4. Ostatní rezervy	36 952 566	43 127 138	49 543 805	69 107 053	118 723 831	31 785 237
B.II. Dlouhodobé závazky	17 140 219	54 519 557	62 943 712	126 618 064	801 626 729	569 686 717
B.II.9. Jiné závazky	1 085 908	38 170 875	16 290 731	15 051 511	801 626 729	569 686 717
B.II.10. Odložené daňové závazek	16 054 311	16 348 682	46 652 981	111 566 553		
B.III. Krátkodobé závazky	904 569 759	655 075 014	808 296 630	836 051 812	913 067 648	977 246 152
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	667 482 869	523 646 858	611 797 635	617 300 993	681 084 975	549 840 455
B.III.5. Závazky k zaměstnancům	55 262 431	67 822 623	91 712 602	108 319 820	143 048 168	146 532 400
B.III.6. Závazky za sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	9 330 549	8 880 276	14 411 527	12 823 739	14 999 260	15 449 358
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace	41 253 694	13 953 983	41 992 490	3 577 265	4 086 097	5 828 517
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy	98 598 609	5 668 361	8 085 391	8 293 187	9 591 454	32 584 165
B.III.10. Dohadné účty pasivní	31 764 365	22 160 079	24 466 854	73 587 071	25 394 665	26 774 723
B.III.11. Jiné závazky	877 242	12 942 834	15 830 132	12 149 736	34 863 029	200 236 532
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	433 284 880	864 214 826	1 461 596 577	1 073 611 114	500 000 000	500 000 000
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	158 333 306	158 333 298	573 611 106	456 944 442	500 000 000	500 000 000
B.IV.2. Krátkodobé bankovní úvěry	274 951 574	705 881 528	887 985 471	616 666 672		
C.I. Časové rozlišení	244 061	168 910	159 587	171 432	180 315	
C.I.1. Výdaje příštích období		211		6 926	20 614	
C.I.2. Výnosy příštích období	244 061	168 699	159 587	164 507	159 702	

## Výkaz zisku a ztráty BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2004 - 2009

Radek vykazu	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I.Tržby za prodej zboží	61 638 904	73 948 576	51 856 966	217 508 446	241 344 171	223 376 195
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	49 928 744	58 764 079	43 177 724	182 982 875	159 265 757	179 918 098
+ Obchodní marže	11 710 160	15 184 496	8 679 242	34 525 571	82 078 414	43 458 097
II. Výkony	3 531 782 601	3 952 473 659	4 078 123 027	4 788 548 629	5 845 171 212	5 399 411 530
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 285 427 196	3 646 952 851	3 931 480 554	4 425 811 133	5 489 121 531	5 223 243 008
II.2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	115 980 042	137 669 936	-90 948 528	88 744 288	56 272 789	-94 774 985
II.3. Aktivace	130 375 364	167 850 872	237 591 000	273 993 208	299 776 892	270 943 507
B. Výkonová spotřeba	2 698 054 209	3 255 971 098	3 360 362 248	3 588 350 094	3 926 695 817	3 175 409 971
B.1. Spotřeba materiálu a energie	2 144 403 684	2 641 810 221	2 641 978 749	2 896 151 375	3 125 857 853	2 469 624 523
B.2. Služby	553 650 525	614 160 877	718 383 499	692 198 719	800 837 964	705 785 447
+ Přidaná hodnota	845 438 552	711 687 057	726 440 020	1 234 724 106	2 000 553 809	2 267 459 656
C. Osobní náklady	353 410 022	367 195 414	415 569 270	473 240 968	582 652 420	681 351 942
C.1. Mzdové náklady	257 257 165	264 467 913	299 801 663	342 249 638	431 782 193	529 261 256
C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 455 484	1 780 000	1 756 452	1 650 000	1 510 000	1 523 742
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	89 926 846	92 415 763	104 731 158	120 092 341	137 540 536	139 898 401
C.4. Sociální náklady	4 770 527	8 531 738	9 279 997	9 248 989	11 819 691	10 668 543
D. Daně a poplatky	4 989 629	3 467 036	1 553 530	2 379 313	998 343	2 378 648
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	66 520 292	67 195 366	86 206 643	85 054 505	99 330 194	120 201 325
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	187 009 845	207 059 906	228 961 661	241 200 538	341 401 447	214 234 360
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	8 178 661	1 526 925	1 154 655	1 060 893	1 280 550	1 889 435
III.2. Tržby z prodeje materiálu	178 831 184	205 532 981	227 807 006	240 139 645	340 120 897	212 344 924
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	123 180 073	146 866 085	198 333 473	234 484 801	259 503 042	242 040 199
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	7 136 511	663 409	936	19 039	1 249	1 484 877
F.2. Prodaný materiál	116 043 562	146 202 676	198 332 537	234 465 762	259 501 793	240 555 322
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-27 451 906	-128 354 129	-86 944 380	66 528 081	70 415 523	-112 738 300
IV. Ostatní provozní výnosy	24 962 764	12 851 422	13 955 183	27 491 702	20 263 696	32 072 334
H. Ostatní provozní náklady	88 045 343	72 021 630	104 716 667	69 485 573	107 926 958	179 319 504
* Provozní výsledek hospodaření	448 717 709	403 206 983	249 921 661	572 243 105	1 241 392 473	1 401 213 032
VI. Tržby za prodej cenných papírů a podílů	654 800 369	304 071 125	752 587 433	739 828 920	340 800 000	1 957 448 559
J. Prodané cenné papíry a podíly	654 800 369	304 071 125	752 587 433	739 828 920	340 800 000	1 957 450 436
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	164 548	437 793	1 125 166			
VII.3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	164 548	437 793	1 125 166			
VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	2 331 859	1 016 375	1 873 500	1 656 036	755 440	1 546 503
IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů				29 347 207	279 951 024	119 592 334
L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů				26 391 639	324 171 821	389 757 821
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti						
X. Výnosové úroky	318 996	529 760	1 212 284	2 260 658	7 675 971	7 007 879
N. Nákladové úroky	19 449 562	30 050 493	38 211 048	52 758 165	52 165 692	31 349 939
XI. Ostatní finanční výnosy	36 118 987	165 147 632	223 612 717	175 685 099	729 509 763	423 985 422
O. Ostatní finanční náklady	79 989 831	106 039 457	55 287 956	255 613 155	201 292 627	416 802 935
* Finanční výsledek hospodaření	-60 505 003	31 041 611	134 324 663	-125 813 960	440 262 058	-285 780 434
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	102 751 890	114 312 601	92 486 339	94 676 402	287 734 095	186 880 150
Q.1.-splatná	109 340 650	111 653 410	96 258 920	86 954 100	279 123 907	156 053 068
Q.2.-odložená	-6 588 760	2 659 191	-3 772 581	7 722 302	8 610 188	30 827 082
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	285 460 817	319 935 992	291 759 985	351 752 743	1 393 920 436	928 552 448
R. Mimořádné náklady				39 953 022		218 998
* Mimořádný hospodářský výsledek hospodaření				-39 953 022		-218 998
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	285 460 817	319 935 992	291 759 985	311 799 721	1 393 920 436	928 333 450
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	388 212 707	434 248 593	384 246 324	406 476 123	1 681 654 530	1 115 213 600

## Horizontální analýza aktiv

Radek vykazu	2004/2005		2005/2006		2006/2007		2007/2008		2008/2009	
AKTIVA CELKEM	288 281 796	13,44%	228 545 559	9,39%	327 737 294	12,31%	694 376 988	23,23%	-59 989 083	-1,63%
B. Dlouhodobý majetek	51 341 895	6,86%	-77 007 202	-9,63%	76 692 557	10,62%	220 201 947	27,56%	173 829 148	17,06%
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	2 486 895	78,11%	-241 630	-4,26%	5 326 393	98,11%	12 593 912	117,10%	35 880 389	153,67%
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	-20 572	-25,02%	-20 550	-33,34%	-20 550	-50,01%	1 277 456	6218,15%	-1 298 000	-100%
B.I.3. Software	2 200 429	99,15%	-608 670	-13,77%	3 266 672	85,71%	4 048 199	57,20%	7 940 015	71,36%
B.I.4. Ocenitelná práva	198 936	26,62%	372 719	39,39%	875 231	66,36%	592 570	27,01%	-1 072 221	-38,48%
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	69 032	0%	-46 021	-66,67%	-23 011	-100%	0	0%	1 439 196	0%
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0%	0	0%	1 140 257	0%	6 794 668	595,89%	28 759 748	362,45%
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	39 070	28,99%	60 892	35,03%	87 793	37,40%	-118 981	-36,89%	111 651	54,85%
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	15 765 759	2,18%	-22 614 802	-3,06%	71 366 165	9,96%	206 608 035	26,21%	136 701 576	13,74%
B.II.1. Pozemky	494 964	2,21%	0	0%	18 100 000	79,05%	134 734	0,33%	147 784	0,36%
B.II.2. Stavby	-3 863 581	-1,57%	38 565 162	15,92%	-5 942 121	-2,12%	91 130 687	33,15%	78 996 892	21,58%
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	7 918 958	4,53%	128 533 774	70,28%	10 099 121	3,24%	168 746 667	52,48%	42 363 945	8,64%
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	498 965	90,20%	-30 962	-2,94%	-407 822	-39,94%	65 114	10,62%	-253 541	-37,37%
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	22 819 881	12,24%	-174 831 374	-83,52%	43 075 465	124,90%	-48 696 084	-62,78%	11 605 986	40,20%
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-4 269 867	-25,51%	-7 017 841	-56,29%	14 275 083	261,96%	3 060 478	15,52%	11 674 071	51,24%
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-7 833 561	-10,26%	-7 833 561	-11,43%	-7 833 561	-12,90%	-7 833 561	-14,81%	-7 833 561	-17,39%
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	33 089 242	157,11%	-54 150 771	-100%	0	0%	1 000 000	0%	1 247 183	124,72%
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0%	0	0%	0	0%	1 000 000	0%	1 000 000	100%
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	33 089 242	157,11%	-54 150 771	-100%	0	0%	0	0%	247 183	0%
C. Oběžná aktiva	196 922 259	14,76%	301 123 700	19,66%	274 372 626	14,97%	480 244 061	22,79%	-214 614 719	-8,30%
C.I. Zásoby	76 845 537	13,05%	-122 663 709	-18,43%	145 915 950	26,88%	189 716 424	27,55%	-256 732 105	-29,23%
C.I.1. Materiál	-41 470 590	-16,08%	-40 975 135	-18,93%	55 120 147	31,42%	112 754 772	48,91%	-149 374 424	-43,51%
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	112 004 078	41,47%	-105 485 482	-27,61%	80 140 059	28,97%	37 128 297	10,41%	-57 513 606	-14,60%
C.I.3. Výrobky	6 312 049	10,40%	21 227 272	31,68%	9 518 732	10,79%	24 254 935	24,81%	-37 357 570	-30,62%
C.I.5. Zboží	0	0%	2 569 637	0%	903 284	35,15%	15 812 147	455,30%	-12 486 506	-64,75%
C.I.6. Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0%	0	0%	233 728	0%	-233 728	-100%	0	0%
C.II. Dlouhodobé pohledávky	20 820 875	72,15%	70 903 455	142,73%	-8 680 210	-7,20%	211 589 860	189,09%	-285 700 242	-88,32%
C.II.5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	-25 692 939	-91,50%	-143 000	-5,99%	-1 294 362	-57,66%	-494 750	-52,06%	-187 375	-41,12%
C.II.7. Jiné pohledávky	46 513 815	5989,25%	71 046 455	150,23%	-7 385 848	-6,24%	145 535 650	131,17%	-250 894 685	-97,82%
C.II.8. Odložená daňová pohledávka	0	0%	0	0%	0	0%	66 548 959	0%	-34 618 182	-52,02%
C.III. Krátkodobé pohledávky	209 937 431	41,42%	207 791 327	28,99%	176 181 335	19,06%	-193 995 463	-17,62%	24 034 177	2,65%
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	206 931 896	48,78%	-35 521 636	-5,63%	23 509 983	3,95%	108 412 624	17,51%	61 601 099	8,47%
C.III.6. Stát - daňové pohledávky	-561 084	-0,85%	52 621 785	80,55%	-54 962 633	-46,60%	25 169 735	39,96%	-21 258 622	-24,11%
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 569 784	44,20%	-2 191 312	-26,14%	39 561 581	638,87%	-20 658 875	-45,15%	30 243 498	120,52%
C.III.8. Dohadné účty aktivní	1 171 623	67,41%	-862 703	-29,65%	1 462 794	71,46%	29 899 253	851,87%	-28 101 334	-84,11%
C.III.9. Jiné pohledávky	-174 787	-1,90%	193 745 192	2145,93%	166 609 610	82,17%	-336 818 201	-91,18%	-18 450 464	-56,66%
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	-110 681 585	-52,67%	145 092 626	145,90%	-39 044 450	-15,97%	272 933 241	132,82%	303 783 452	63,50%
C.IV.1. Peníze	22 428	17,95%	175 575	119,16%	314 228	97,31%	-228 126	-35,80%	139 975	34,22%
C.IV.2. Účty v bankách	-119 713 012	-72,55%	142 026 252	313,60%	-39 258 877	-20,96%	329 961 367	222,86%	-206 234 928	-43,14%
C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	9 009 000	20,02%	2 890 800	5,35%	-99 800	-0,18%	-56 800 000	-100%	509 878 405	0%
D.I. Časové rozlišení	40 017 641	63,74%	4 429 061	4,31%	-23 327 889	-21,76%	-6 069 020	-7,23%	-19 203 513	-24,67%
D.I.1. Náklady příštích období	33 217 744	95,92%	3 206 322	4,73%	12 611 968	17,75%	-6 142 006	-7,34%	-18 955 167	-24,45%
D.I.2. Komplexní náklady příštích období	6 798 428	24,32%	1 397 957	4,02%	-36 151 884	-100%	0	0%	0	0%
D.I.3. Příjmy příštích období	1 470	0,75%	-175 218	-89,04%	212 027	983,09%	72 986	31,24%	-248 346	-81,01%

## Horizontální analýza pasiv

Radek vykazu	2004/2005		2005/2006		2006/2007		2007/2008		2008/2009	
PASIVA CELKEM	288 281 796	13,44%	228 545 559	9,39%	327 737 294	12,31%	694 376 988	23,23%	-59 989 083	-1,63%
A. Vlastní kapitál	205 205 352	38,63%	-456 948 966	-62,05%	553 576 451	198,09%	211 016 136	25,33%	461 762 350	44,23%
A.I. Základní kapitál	0	0%	-14 000 000	-70%	0	0%	0	0%	0	0%
A.I.1. Základní kapitál	0	0%	-14 000 000	-70%	0	0%	0	0%	0	0%
A.II. Kapitálové fondy	-6 730 641	-97,25%	107 720 120	56694,80%	241 776 730	224,05%	-756 904 300	-216,45%	16 428 900	-4,03%
A.II.2. Ostatní kapitálové fondy	0	0%	-190 000	-100%	0	0%	0	0%	0	0%
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-6 730 641	-100%	107 910 120	0%	241 776 730	224,05%	-756 904 300	-216,45%	16 428 900	-4,03%
A.III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0%	-2 800 000	-70%	0	0%	50 000 000	4166,67%	0	0%
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0	0%	-2 800 000	-70%	0	0%	0	0%	0	0%
A.III.2. Statutární a ostatní fondy	0	0%	0	0%	0	0%	50 000 000	0%	0	0%
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	177 460 817	82,61%	-519 693 079	-132,48%	291 759 985	-228,98%	-164 200 279	-99,91%	910 920 436	644786,72%
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	177 460 817	82,61%	-519 693 079	-132,48%	291 759 985	-228,98%	-164 200 279	-99,91%	910 920 436	644786,72%
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	34 475 176	12,08%	-28 176 007	-8,81%	20 039 736	6,87%	1 082 120 715	347,06%	-465 586 986	-33,40%
B. Cizí zdroje	83 151 594	5,15%	685 503 849	40,40%	-225 851 002	-9,48%	483 351 969	22,41%	-521 571 118	-19,76%
B.I. Rezervy	-135 662 945	-52,43%	-73 523 674	-59,74%	70 704 927	142,71%	304 938 582	253,59%	-353 809 610	-83,21%
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-141 837 517	-63,95%	-79 940 341	-100%	35 000 000	0%	35 000 000	100%	-30 407 533	-43,44%
B.I.3. Rezerva na daň z příjmu	0	0%	0	0%	16 141 680	0%	220 321 803	1364,92%	-236 463 483	-100%
B.I.4. Ostatní rezervy	6 174 572	16,71%	6 416 667	14,88%	19 563 247	39,49%	49 616 779	71,80%	-86 938 594	-73,23%
B.II. Dlouhodobé závazky	37 379 338	218,08%	8 424 155	15,45%	63 674 353	101,16%	675 008 665	533,11%	-231 940 012	-28,93%
B.II.9. Jiné závazky	37 084 967	3415,11%	-21 880 144	-57,32%	-1 239 219	-7,61%	786 575 218	5225,89%	-231 940 012	-28,93%
B.II.10. Odložené daňové závazek	294 371	1,83%	30 304 299	185,36%	64 913 572	139,14%	-111 566 553	-100%	0	0%
B.III. Krátkodobé závazky	-249 494 745	-27,58%	153 221 616	23,39%	27 755 181	3,43%	77 015 836	9,21%	64 178 504	7,03%
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	-143 836 011	-21,55%	88 150 777	16,83%	5 503 358	0,90%	63 783 981	10,33%	-131 244 519	-19,27%
B.III.5. Závazky k zaměstnancům	12 560 192	22,73%	23 889 979	35,22%	16 607 218	18,11%	34 728 348	32,06%	3 484 232	2,44%
B.III.6. Závazky za sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-450 273	-4,83%	5 531 251	62,29%	-1 587 788	-11,02%	2 175 521	16,96%	450 098	3,00%
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace	-27 299 711	-66,18%	28 038 507	200,94%	-38 415 225	-91,48%	508 832	14,22%	1 742 420	42,64%
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy	-92 930 248	-94,25%	2 417 030	42,64%	207 796	2,57%	1 298 267	15,65%	22 992 711	239,72%
B.III.10. Dohadné účty pasívní	-9 604 287	-30,24%	2 306 775	10,41%	49 120 217	200,76%	-48 192 406	-65,49%	1 380 058	5,43%
B.III.11. Jiné závazky	12 065 592	1375,40%	2 887 297	22,31%	-3 680 395	-23,25%	22 713 293	186,94%	165 373 503	474,35%
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	430 929 946	99,46%	597 381 751	69,12%	-387 985 463	-26,55%	-573 611 114	-53,43%	0	0%
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	-8	0%	415 277 808	262,28%	-116 666 664	-20,34%	43 055 558	9,42%	0	0%
B.IV.2. Krátkodobé bankovní úvěry	430 929 954	156,73%	182 103 943	25,80%	-271 318 799	-30,55%	-616 666 672	-100%	0	0%
C.I. Časové rozlišení	-75 150	-30,79%	-9 324	-5,52%	11 846	7,42%	8 883	5,18%	-180 315	-100%
C.I.1. Výdaje příštích období	211	0%	-211	-100%	6 926	0%	13 688	197,65%	-20 614	-100%
C.I.2. Výnosy příštích období	-75 361	-30,88%	-9 113	-5,40%	4 920	3,08%	-4 805	-2,92%	-159 702	-100%

## Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

	2004/2005		2005/2006		2006/2007		2007/2008		2008/2009	
I.Tržby za prodej zboží	12 309 672	19,97%	-22 091 610	-29,87%	165 651 480	319,44%	23 835 726	10,96%	-17 967 977	-7,44%
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	8 835 335	17,70%	-15 586 355	-26,52%	139 805 150	323,79%	-23 717 117	-12,96%	20 652 340	12,97%
+ Obchodní marže	3 474 337	29,67%	-6 505 255	-42,84%	25 846 330	297,79%	47 552 843	137,73%	-38 620 317	-47,05%
II. Výkony	420 691 057	11,91%	125 649 368	3,18%	710 425 602	17,42%	1 056 622 583	22,07%	-445 759 682	-7,63%
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	361 525 655	11,00%	284 527 703	7,80%	494 330 578	12,57%	1 063 310 398	24,03%	-265 878 524	-4,84%
II.2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	21 689 894	18,70%	-228 618 464	-166,06%	179 692 816	-197,58%	-32 471 499	-36,59%	-151 047 773	-268,42%
II.3. Aktivace	37 475 508	28,74%	69 740 128	41,55%	36 402 208	15,32%	25 783 684	9,41%	-28 833 385	-9,62%
B. Výkonová spotřeba	557 916 889	20,68%	104 391 150	3,21%	227 987 846	6,78%	338 345 722	9,43%	-751 285 846	-19,13%
B.1. Spotřeba materiálu a energie	497 406 537	23,20%	168 528	0,01%	254 172 626	9,62%	229 706 478	7,93%	-656 233 329	-20,99%
B.2. Služby	60 510 352	10,93%	104 222 622	16,97%	-26 184 779	-3,64%	108 639 244	15,69%	-95 052 516	-11,87%
+ Přidaná hodnota	-133 751 495	-15,82%	14 752 963	2,07%	508 284 086	69,97%	765 829 704	62,02%	266 905 846	13,34%
C. Osobní náklady	13 785 393	3,90%	48 373 855	13,17%	57 671 698	13,88%	109 411 452	23,12%	98 699 522	16,94%
C.1. Mzdové náklady	7 210 748	2,80%	35 333 750	13,36%	42 447 975	14,16%	89 532 555	26,16%	97 479 063	22,58%
C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	324 516	22,30%	-23 548	-1,32%	-106 452	-6,06%	-140 000	-8,48%	13 742	0,91%
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2 488 917	2,77%	12 315 395	13,33%	15 361 183	14,67%	17 448 195	14,53%	2 357 865	1,71%
C.4. Sociální náklady	3 761 212	78,84%	748 258	8,77%	-31 008	-0,33%	2 570 702	27,79%	-1 151 148	-9,74%
D. Daně a poplatky	-1 522 592	-30,52%	-1 913 506	-55,19%	825 783	53,16%	-1 380 971	-58,04%	1 380 305	138,26%
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	675 075	1,01%	19 011 277	28,29%	-1 152 138	-1,34%	14 275 689	16,78%	20 871 131	21,01%
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	20 050 061	10,72%	21 901 755	10,58%	12 238 877	5,35%	100 200 909	41,54%	-127 167 087	-37,25%
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-6 651 736	-81,33%	-372 270	-24,38%	-93 762	-8,12%	219 657	20,70%	608 885	47,55%
III.2. Tržby z prodeje materiálu	26 701 797	14,93%	22 274 025	10,84%	12 332 639	5,41%	99 981 252	41,63%	-127 775 972	-37,57%
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	23 686 012	19,23%	51 467 388	35,04%	36 151 328	18,23%	25 018 241	10,67%	-17 462 843	-6,73%
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-6 473 102	-90,70%	-662 473	-99,86%	18 103	1934,08%	-17 790	-93,44%	1 483 628	118785,27%
F.2. Prodaný materiál	30 159 114	25,99%	52 129 861	35,66%	36 133 225	18,22%	25 036 031	10,68%	-18 946 471	-7,30%
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-100 902 224	367,56%	41 409 749	-32,26%	153 472 462	-176,52%	3 887 442	5,84%	-183 153 824	-260,10%
IV. Ostatní provozní výnosy	-12 111 342	-48,52%	1 103 761	8,59%	13 536 520	97,00%	-7 228 007	-26,29%	11 808 638	58,27%
H. Ostatní provozní náklady	-16 023 713	-18,20%	32 695 038	45,40%	-35 231 094	-33,64%	38 441 385	55,32%	71 392 546	66,15%
* Provozní výsledek hospodaření	-45 510 727	-10,14%	-153 285 322	-38,02%	322 321 444	128,97%	669 149 368	116,93%	159 820 560	12,87%
VI. Tržby za prodej cenných papírů a podílů	-350 729 244	-53,56%	448 516 308	147,50%	-12 758 513	-1,70%	-399 028 920	-53,94%	1 616 648 559	474,37%
J. Prodané cenné papíry a podíly	-350 729 244	-53,56%	448 516 308	147,50%	-12 758 513	-1,70%	-399 028 920	-53,94%	1 616 650 436	474,37%
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	273 246	166,06%	687 373	157,01%	-1 125 166	-100%	0	0%	0	0%
VII.3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	273 246	166,06%	687 373	157,01%	-1 125 166	-100%	0	0%	0	0%
VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	-1 315 484	-56,41%	857 125	84,33%	-217 464	-11,61%	-900 596	-54,38%	791 063	104,72%
IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0%	0	0%	29 347 207	0	250 603 817	853,93%	-160 358 690	-57,28%
L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0%	0	0%	26 391 639	0	297 780 182	1128,31%	65 586 000	20,23%
X. Výnosové úroky	210 764	66,07%	682 524	128,84%	1 048 374	86,48%	5 415 314	239,55%	-668 092	-8,70%
N. Nákladové úroky	10 600 931	54,50%	8 160 555	27,16%	14 547 118	38,07%	-592 473	-1,12%	-20 815 754	-39,90%
XI. Ostatní finanční výnosy	129 028 645	357,23%	58 465 085	35,40%	-47 927 618	-21,43%	553 824 664	315,24%	-305 524 341	-41,88%
O. Ostatní finanční náklady	26 049 626	32,57%	-50 751 501	-47,86%	200 325 199	362,33%	-54 320 527	-21,25%	215 510 308	107,06%
* Finanční výsledek hospodaření	91 546 613	-151,30%	103 283 053	332,72%	-260 138 623	-193,66%	566 076 018	-449,93%	-726 042 492	-164,91%
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	11 560 711	11,25%	-21 826 262	-19,09%	2 190 063	2,37%	193 057 693	203,91%	-100 853 945	-35,05%
Q.1.-splatná	2 312 760	2,12%	-15 394 490	-13,79%	-9 304 820	-9,67%	192 169 807	221,00%	-123 070 839	-44,09%
Q.2. -odložená	9 247 951	-140,36%	-6 431 772	-241,87%	11 494 883	-304,70%	887 886	11,50%	22 216 894	258,03%
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	34 475 176	12,08%	-28 176 007	-8,81%	59 992 758	20,56%	1 042 167 693	296,28%	-465 367 988	-33,39%
R. Mimořádné náklady	0	0%	0	0%	39 953 022	0	-39 953 022	-100%	218 998	0%
* Mimořádný hospodářský výsledek hospodaření	0	0%	0	0%	-39 953 022	0	39 953 022	-100%	-218 998	0%
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	34 475 176	12,08%	-28 176 007	-8,81%	20 039 736	6,87%	1 082 120 715	347,06%	-465 586 986	-33,40%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	46 035 887	11,86%	-50 002 269	-11,51%	22 229 799	5,79%	1 275 178 408	313,72%	-566 440 930	-33,68%



## Vertikální analýza aktiv

Radek vykazu	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
AKTIVA CELKEM	2 145 164 631	100,00%	2 433 446 426	100,00%	2 661 991 985	100,00%	2 989 729 279	100,00%	3 684 106 267	100,00%	3 624 117 184	100,00%
B. Dlouhodobý majetek	747 920 078	34,87%	799 261 974	32,84%	722 254 772	27,13%	798 947 329	26,72%	1 019 149 276	27,66%	1 192 978 424	32,92%
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	3 183 633	0,15%	5 670 527	0,23%	5 428 898	0,20%	10 755 291	0,36%	23 349 202	0,63%	59 229 591	1,63%
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	82 216	0,00%	61 644	0,00%	41 094	0,00%	20 544	0,00%	1 298 000	0,04%		0,00%
B.I.3. Software	2 219 340	0,10%	4 419 769	0,18%	3 811 099	0,14%	7 077 771	0,24%	11 125 970	0,30%	19 065 985	0,53%
B.I.4. Ocenitelná práva	747 295	0,03%	946 231	0,04%	1 318 950	0,05%	2 194 181	0,07%	2 786 751	0,08%	1 714 530	0,05%
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek		0,00%	69 032	0,00%	23 011	0,00%		0,00%		0,00%	1 439 196	0,04%
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		0,00%		0,00%		0,00%	1 140 257	0,04%	7 934 925	0,22%	36 694 673	1,01%
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	134 782	0,01%	173 852	0,01%	234 744	0,01%	322 537	0,01%	203 556	0,01%	315 207	0,01%
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	723 674 917	33,74%	739 440 676	30,39%	716 825 874	26,93%	788 192 038	26,36%	994 800 074	27,00%	1 131 501 650	31,22%
B.II.1. Pozemky	22 402 090	1,04%	22 897 054	0,94%	22 897 054	0,86%	40 997 054	1,37%	41 131 788	1,12%	41 279 572	1,14%
B.II.2. Stavby	246 134 539	11,47%	242 270 958	9,96%	280 836 120	10,55%	274 893 999	9,19%	366 024 686	9,94%	445 021 579	12,28%
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	174 971 051	8,16%	182 890 009	7,52%	311 423 783	11,70%	321 522 904	10,75%	490 269 571	13,31%	532 633 516	14,70%
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	553 185	0,03%	1 052 150	0,04%	1 021 187	0,04%	613 365	0,02%	678 479	0,02%	424 938	0,01%
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	186 499 695	8,69%	209 319 577	8,60%	34 488 203	1,30%	77 563 667	2,59%	28 867 584	0,78%	40 473 570	1,12%
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	16 737 141	0,78%	12 467 273	0,51%	5 449 432	0,20%	19 724 516	0,66%	22 784 994	0,62%	34 459 065	0,95%
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	76 377 216	3,56%	68 543 655	2,82%	60 710 094	2,28%	52 876 533	1,77%	45 042 972	1,22%	37 209 411	1,03%
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	21 061 529	0,98%	54 150 771	2,23%		0,00%		0,00%	1 000 000	0,03%	2 247 183	0,06%
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	1 000 000	0,03%	2 000 000	0,06%
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	21 061 529	0,98%	54 150 771	2,23%		0,00%		0,00%		0,00%	247 183	0,01%
C. Oběžná aktiva	1 334 462 343	62,21%	1 531 384 602	62,93%	1 832 508 302	68,84%	2 106 880 928	70,47%	2 587 124 988	70,22%	2 372 510 270	65,46%
C.I. Zásoby	588 649 485	27,44%	665 495 023	27,35%	542 831 314	20,39%	688 747 264	23,04%	878 463 687	23,84%	621 731 582	17,16%
C.I.1. Materiál	257 881 059	12,02%	216 410 470	8,89%	175 435 335	6,59%	230 555 482	7,71%	343 310 254	9,32%	193 935 831	5,35%
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	270 079 641	12,59%	382 083 719	15,70%	276 598 237	10,39%	356 738 296	11,93%	393 866 592	10,69%	336 352 987	9,28%
C.I.3. Výrobky	60 688 785	2,83%	67 000 834	2,75%	88 228 106	3,31%	97 746 838	3,27%	122 001 773	3,31%	84 644 203	2,34%
C.I.5. Zboží		0,00%		0,00%	2 569 637	0,10%	3 472 920	0,12%	19 285 067	0,52%	6 798 561	0,19%
C.I.6. Poskytnuté zálohy na zásoby		0,00%		0,00%		0,00%	233 728	0,01%		0,00%		0,00%
C.II. Dlouhodobé pohledávky	28 857 311	1,35%	49 678 186	2,04%	120 581 641	4,53%	111 901 432	3,74%	323 491 291	8,78%	37 791 049	1,04%
C.II.5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	28 080 689	1,31%	2 387 750	0,10%	2 244 750	0,08%	950 388	0,03%	455 638	0,01%	268 263	0,01%
C.II.7. Jiné pohledávky	776 622	0,04%	47 290 436	1,94%	118 336 891	4,45%	110 951 044	3,71%	256 486 694	6,96%	5 592 009	0,15%
C.II.8. Odložená daňová pohledávka		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	66 548 959	1,81%	31 930 777	0,88%
C.III. Krátkodobé pohledávky	506 828 749	23,63%	716 766 180	29,45%	924 557 507	34,73%	1 100 738 842	36,82%	906 743 379	24,61%	930 777 556	25,68%
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	424 182 987	19,77%	631 114 883	25,94%	595 593 248	22,37%	619 103 231	20,71%	727 515 855	19,75%	789 116 954	21,77%
C.III.6. Stát - daňové pohledávky	65 890 429	3,07%	65 329 345	2,68%	117 951 130	4,43%	62 988 497	2,11%	88 158 232	2,39%	66 899 611	1,85%
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 813 929	0,27%	8 383 712	0,34%	6 192 400	0,23%	45 753 981	1,53%	25 095 106	0,68%	55 338 605	1,53%
C.III.8. Dohadné účty aktivní	1 738 103	0,08%	2 909 726	0,12%	2 047 023	0,08%	3 509 817	0,12%	33 409 070	0,91%	5 307 736	0,15%
C.III.9. Jiné pohledávky	9 203 301	0,43%	9 028 514	0,37%	202 773 706	7,62%	369 383 316	12,36%	32 565 115	0,88%	14 114 651	0,39%
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	210 126 798	9,80%	99 445 213	4,09%	244 537 840	9,19%	205 493 390	6,87%	478 426 631	12,99%	782 210 083	21,58%
C.IV.1. Peníze	124 913	0,01%	147 341	0,01%	322 916	0,01%	637 143	0,02%	409 017	0,01%	548 992	0,02%
C.IV.2. Účty v bankách	165 001 885	7,69%	45 288 872	1,86%	187 315 124	7,04%	148 056 247	4,95%	478 017 614	12,98%	271 782 686	7,50%
C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	45 000 000	2,10%	54 009 000	2,22%	56 899 800	2,14%	56 800 000	1,90%		0,00%	509 878 405	14,07%
D.I. Časové rozlišení	62 782 209	2,93%	102 799 851	4,22%	107 228 912	4,03%	83 901 023	2,81%	77 832 003	2,11%	58 628 490	1,62%
D.I.1. Náklady příštích období	34 631 395	1,61%	67 849 139	2,79%	71 055 461	2,67%	83 667 429	2,80%	77 525 423	2,10%	58 570 256	1,62%
D.I.2. Komplexní náklady příštích období	27 955 499	1,30%	34 753 927	1,43%	36 151 884	1,36%		0,00%		0,00%		0,00%
D.I.3. Příjmy příštích období	195 315	0,01%	196 785	0,01%	21 567	0,00%	233 594	0,01%	306 580	0,01%	58 235	0,00%

## Vertikální analýza pasiv

Radek vykazu	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
PASIVA CELKEM	2 145 164 631	100,00%	2 433 446 426	100,00%	2 661 991 985	100,00%	2 989 729 279	100,00%	3 684 106 267	100,00%	3 624 117 184	100,00%
A. Vlastní kapitál	531 195 288	24,76%	736 400 640	30,26%	279 451 674	10,50%	833 028 125	27,86%	1 044 044 260	28,34%	1 505 806 610	41,55%
A.I. Základní kapitál	20 000 000	0,93%	20 000 000	0,82%	6 000 000	0,23%	6 000 000	0,20%	6 000 000	0,16%	6 000 000	0,17%
A.I.1. Základní kapitál	20 000 000	0,93%	20 000 000	0,82%	6 000 000	0,23%	6 000 000	0,20%	6 000 000	0,16%	6 000 000	0,17%
A.II. Kapitálové fondy	6 920 641	0,32%	190 000	0,01%	107 910 120	4,05%	349 686 850	11,70%	-407 217 450	-11,05%	-390 788 550	-10,78%
A.II.2. Ostatní kapitálové fondy	190 000	0,01%	190 000	0,01%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	6 730 641	0,31%		0,00%	107 910 120	4,05%	349 686 850	11,70%	-407 217 450	-11,05%	-390 788 550	-10,78%
A.III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	4 000 000	0,19%	4 000 000	0,16%	1 200 000	0,05%	1 200 000	0,04%	51 200 000	1,39%	51 200 000	1,41%
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	4 000 000	0,19%	4 000 000	0,16%	1 200 000	0,05%	1 200 000	0,04%	1 200 000	0,03%	1 200 000	0,03%
A.III.2. Statutární a ostatní fondy		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%	50 000 000	1,36%	50 000 000	1,38%
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	214 813 831	10,01%	392 274 648	16,12%	-127 418 431	-4,79%	164 341 554	5,50%	141 275	0,00%	911 061 710	25,14%
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	214 813 831	10,01%	392 274 648	16,12%	-127 418 431	-4,79%	164 341 554	5,50%	141 275	0,00%	911 061 710	25,14%
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	285 460 817	13,31%	319 935 992	13,15%	291 759 985	10,96%	311 799 721	10,43%	1 393 920 436	37,84%	928 333 450	25,62%
B. Cizí zdroje	1 613 725 282	75,23%	1 696 876 876	69,73%	2 382 380 725	89,50%	2 156 529 723	72,13%	2 639 881 692	71,66%	2 118 310 573	58,45%
B.I. Rezervy	258 730 424	12,06%	123 067 479	5,06%	49 543 805	1,86%	120 248 733	4,02%	425 187 314	11,54%	71 377 704	1,97%
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	221 777 858	10,34%	79 940 341	3,29%		0,00%	35 000 000	1,17%	70 000 000	1,90%	39 592 467	1,09%
B.I.3. Rezerva na daň z příjmu		0,00%		0,00%		0,00%	16 141 680	0,54%	236 463 483	6,42%		0,00%
B.I.4. Ostatní rezervy	36 952 566	1,72%	43 127 138	1,77%	49 543 805	1,86%	69 107 053	2,31%	118 723 831	3,22%	31 785 237	0,88%
B.II. Dlouhodobé závazky	17 140 219	0,80%	54 519 557	2,24%	62 943 712	2,36%	126 618 064	4,24%	801 626 729	21,76%	569 686 717	15,72%
B.II.9. Jiné závazky	1 085 908	0,05%	38 170 875	1,57%	16 290 731	0,61%	15 051 511	0,50%	801 626 729	21,76%	569 686 717	15,72%
B.II.10. Odložený daňový závazek	16 054 311	0,75%	16 348 682	0,67%	46 652 981	1,75%	111 566 553	3,73%		0,00%		0,00%
B.III. Krátkodobé závazky	904 569 759	42,17%	655 075 014	26,92%	808 296 630	30,36%	836 051 812	27,96%	913 067 648	24,78%	977 246 152	26,97%
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	667 482 869	31,12%	523 646 858	21,52%	611 797 635	22,98%	617 300 993	20,65%	681 084 975	18,49%	549 840 455	15,17%
B.III.5. Závazky k zaměstnancům	55 262 431	2,58%	67 822 623	2,79%	91 712 602	3,45%	108 319 820	3,62%	143 048 168	3,88%	146 532 400	4,04%
B.III.6. Závazky za sociálního zabezpečení a zdravotního poj.	9 330 549	0,43%	8 880 276	0,36%	14 411 527	0,54%	12 823 739	0,43%	14 999 260	0,41%	15 449 358	0,43%
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace	41 253 694	1,92%	13 953 983	0,57%	41 992 490	1,58%	3 577 265	0,12%	4 086 097	0,11%	5 828 517	0,16%
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy	98 598 609	4,60%	5 668 361	0,23%	8 085 391	0,30%	8 293 187	0,28%	9 591 454	0,26%	32 584 165	0,90%
B.III.10. Dohadné účty pasivní	31 764 365	1,48%	22 160 079	0,91%	24 466 854	0,92%	73 587 071	2,46%	25 394 665	0,69%	26 774 723	0,74%
B.III.11. Jiné závazky	877 242	0,04%	12 942 834	0,53%	15 830 132	0,59%	12 149 736	0,41%	34 863 029	0,95%	200 236 532	5,53%
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	433 284 880	20,20%	864 214 826	35,51%	1 461 596 577	54,91%	1 073 611 114	35,91%	500 000 000	13,57%	500 000 000	13,80%
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	158 333 306	7,38%	158 333 298	6,51%	573 611 106	21,55%	456 944 442	15,28%	500 000 000	13,57%	500 000 000	13,80%
B.IV.2. Krátkodobé bankovní úvěry	274 951 574	12,82%	705 881 528	29,01%	887 985 471	33,36%	616 666 672	20,63%		0,00%		0,00%
C.I. Časové rozlišení	244 061	0,01%	168 910	0,01%	159 587	0,01%	171 432	0,01%	180 315	0,00%		0,00%
C.I.1. Výdaje příštích období		0,00%	211	0,00%		0,00%	6 926	0,00%	20 614	0,00%		0,00%
C.I.2. Výnosy příštích období	244 061	0,01%	168 699	0,01%	159 587	0,01%	164 507	0,01%	159 702	0,00%		0,00%

## Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
I.Tržby za prodej zboží	61 638 904	1,84%	73 948 576	1,99%	51 856 966	1,30%	217 508 446	4,68%	241 344 171	4,21%	223 376 195	4,10%
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	49 928 744	1,49%	58 764 079	1,58%	43 177 724	1,08%	182 982 875	3,94%	159 265 757	2,78%	179 918 098	3,30%
+ Obchodní marže	11 710 160	0,35%	15 184 496	0,41%	8 679 242	0,22%	34 525 571	0,74%	82 078 414	1,43%	43 458 097	0,80%
II. Výkony	3 531 782 601	105,52%	3 952 473 659	106,22%	4 078 123 027	102,38%	4 788 548 629	103,13%	5 845 171 212	102,00%	5 399 411 530	99,13%
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 285 427 196	98,16%	3 646 952 851	98,01%	3 931 480 554	98,70%	4 425 811 133	95,32%	5 489 121 531	95,79%	5 223 243 008	95,90%
II.2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	115 980 042	3,47%	137 669 936	3,70%	-90 948 528	-2,28%	88 744 288	1,91%	56 272 789	0,98%	-94 774 985	-1,74%
II.3. Aktivace	130 375 364	3,90%	167 850 872	4,51%	237 591 000	5,96%	273 993 208	5,90%	299 776 892	5,23%	270 943 507	4,97%
B. Výkonová spotřeba	2 698 054 209	80,61%	3 255 971 098	87,50%	3 360 362 248	84,36%	3 588 350 094	77,28%	3 926 695 817	68,52%	3 175 409 971	58,30%
B.1. Spotřeba materiálu a energie	2 144 403 684	64,07%	2 641 810 221	71,00%	2 641 978 749	66,33%	2 896 151 375	62,37%	3 125 857 853	54,55%	2 469 624 523	45,34%
B.2. Služby	553 650 525	16,54%	614 160 877	16,51%	718 383 499	18,03%	692 198 719	14,91%	800 837 964	13,98%	705 785 447	12,96%
+ Přidaná hodnota	845 438 552	25,26%	711 687 057	19,13%	726 440 020	18,24%	1 234 724 106	26,59%	2 000 553 809	34,91%	2 267 459 656	41,63%
C. Osobní náklady	353 410 022	10,56%	367 195 414	9,87%	415 569 270	10,43%	473 240 968	10,19%	582 652 420	10,17%	681 351 942	12,51%
C.1. Mzdové náklady	257 257 165	7,69%	264 467 913	7,11%	299 801 663	7,53%	342 249 638	7,37%	431 782 193	7,53%	529 261 256	9,72%
C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 455 484	0,04%	1 780 000	0,05%	1 756 452	0,04%	1 650 000	0,04%	1 510 000	0,03%	1 523 742	0,03%
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	89 926 846	2,69%	92 415 763	2,48%	104 731 158	2,63%	120 092 341	2,59%	137 540 536	2,40%	139 898 401	2,57%
C.4. Sociální náklady	4 770 527	0,14%	8 531 738	0,23%	9 279 997	0,23%	9 248 989	0,20%	11 819 691	0,21%	10 668 543	0,20%
D. Daně a poplatky	4 989 629	0,15%	3 467 036	0,09%	1 553 530	0,04%	2 379 313	0,05%	998 343	0,02%	2 378 648	0,04%
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	66 520 292	1,99%	67 195 366	1,81%	86 206 643	2,16%	85 054 505	1,83%	99 330 194	1,73%	120 201 325	2,21%
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	187 009 845	5,59%	207 059 906	5,56%	228 961 661	5,75%	241 200 538	5,19%	341 401 447	5,96%	214 234 360	3,93%
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	8 178 661	0,24%	1 526 925	0,04%	1 154 655	0,03%	1 060 893	0,02%	1 280 550	0,02%	1 889 435	0,03%
III.2. Tržby z prodeje materiálu	178 831 184	5,34%	205 532 981	5,52%	227 807 006	5,72%	240 139 645	5,17%	340 120 897	5,94%	212 344 924	3,90%
F. Zůstatková cena prodaného dl. majetku a mat.	123 180 073	3,68%	146 866 085	3,95%	198 333 473	4,98%	234 484 801	5,05%	259 503 042	4,53%	242 040 199	4,44%
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	7 136 511	0,21%	663 409	0,02%	936	0,00%	19 039	0,00%	1 249	0,00%	1 484 877	0,03%
F.2. Prodaný materiál	116 043 562	3,47%	146 202 676	3,93%	198 332 537	4,98%	234 465 762	5,05%	259 501 793	4,53%	240 555 322	4,42%
G. Změna stavu rezerv a opravných položek	-27 451 906	-0,82%	-128 354 129	-3,45%	-86 944 380	-2,18%	66 528 081	1,43%	70 415 523	1,23%	-112 738 300	-2,07%
IV. Ostatní provozní výnosy	24 962 764	0,75%	12 851 422	0,35%	13 955 183	0,35%	27 491 702	0,59%	20 263 696	0,35%	32 072 334	0,59%
H. Ostatní provozní náklady	88 045 343	2,63%	72 021 630	1,94%	104 716 667	2,63%	69 485 573	1,50%	107 926 958	1,88%	179 319 504	3,29%
* Provozní výsledek hospodaření	448 717 709	13,41%	403 206 983	10,84%	249 921 661	6,27%	572 243 105	12,32%	1 241 392 473	21,66%	1 401 213 032	25,73%
VI. Tržby za prodej cenných papírů a podílů	654 800 369	19,56%	304 071 125	8,17%	752 587 433	18,89%	739 828 920	15,93%	340 800 000	5,95%	1 957 448 559	35,94%
J. Prodané cenné papíry a podíly	654 800 369	19,56%	304 071 125	8,17%	752 587 433	18,89%	739 828 920	15,93%	340 800 000	5,95%	1 957 450 436	35,94%
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	164 548	0,00%	437 793	0,01%	1 125 166	0,03%		0,00%		0,00%		0,00%
VII.3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	164 548	0,00%	437 793	0,01%	1 125 166	0,03%		0,00%		0,00%		0,00%
VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	2 331 859	0,07%	1 016 375	0,03%	1 873 500	0,05%	1 656 036	0,04%	755 440	0,01%	1 546 503	0,03%
IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů		0,00%		0,00%		0,00%	29 347 207	0,63%	279 951 024	4,89%	119 592 334	2,20%
L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů		0,00%		0,00%		0,00%	26 391 639	0,57%	324 171 821	5,66%	389 757 821	7,16%
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve fin. oblasti		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
X. Výnosové úroky	318 996	0,01%	529 760	0,01%	1 212 284	0,03%	2 260 658	0,05%	7 675 971	0,13%	7 007 879	0,13%
N. Nákladové úroky	19 449 562	0,58%	30 050 493	0,81%	38 211 048	0,96%	52 758 165	1,14%	52 165 692	0,91%	31 349 939	0,58%
XI. Ostatní finanční výnosy	36 118 987	1,08%	165 147 632	4,44%	223 612 717	5,61%	175 685 099	3,78%	729 509 763	12,73%	423 985 422	7,78%
O. Ostatní finanční náklady	79 989 831	2,39%	106 039 457	2,85%	55 287 956	1,39%	255 613 155	5,50%	201 292 627	3,51%	416 802 935	7,65%
* Finanční výsledek hospodaření	-60 505 003	-1,81%	31 041 611	0,83%	134 324 663	3,37%	-125 813 960	-2,71%	440 262 058	7,68%	-285 780 434	-5,25%
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	102 751 890	3,07%	114 312 601	3,07%	92 486 339	2,32%	94 676 402	2,04%	287 734 095	5,02%	186 880 150	3,43%
Q.1.-splatná	109 340 650	3,27%	111 653 410	3,00%	96 258 920	2,42%	86 954 100	1,87%	279 123 907	4,87%	156 053 068	2,87%
Q.2.-odložená	-6 588 760	-0,20%	2 659 191	0,07%	-3 772 581	-0,09%	7 722 302	0,17%	8 610 188	0,15%	30 827 082	0,57%
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	285 460 817	8,53%	319 935 992	8,60%	291 759 985	7,32%	351 752 743	7,58%	1 393 920 436	24,32%	928 552 448	17,05%
R. Mimořádné náklady		0,00%		0,00%		0,00%	39 953 022	0,86%		0,00%	218 998	0,00%
* Mimořádný hospodářský výsledek hospodaření		0,00%		0,00%		0,00%	-39 953 022	-0,86%		0,00%	-218 998	0,00%
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	285 460 817	8,53%	319 935 992	8,60%	291 759 985	7,32%	311 799 721	6,72%	1 393 920 436	24,32%	928 333 450	17,04%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	388 212 707	11,60%	434 248 593	11,67%	384 246 324	9,65%	406 476 123	8,75%	1 681 654 530	29,35%	1 115 213 600	20,48%

### Pyramidový rozklad ROE 2008/2009

ROE = EAT / VK	
1,34	0,62
-0,72	0,46
-71,86%	-53,82%

EAT / EBIT		*	EBIT / EBT		*	EBT / T	
0,80	0,81		1,03	1,03		0,22	0,13
0,01	1,01		0,00	1,00		-0,08	0,62
0.66%	0.49%		-0.26%	-0.20%		-44.77%	-33.53%

T / A	
2,12	2,31
0,19	1,09
8,10%	6,07%

A / VK	
3,53	2,41
-1,12	0,68
-35,59%	-26,65%

1-	UR / EBIT		-	t / EBIT		1-	N / T	
	0,03	0,03		0,17	0,16		0,81	0,89
	0,00	0,91		0,00	0,98		0,07	1,09
	0,32%	0,24%		0,34%	0,26%		-44,77%	-33,53%

360 /	A / T * 360	
	169,89	155,71
	-14,17	0,92
	8,10%	6,07%

1/1-	D / A	
	0,72	0,58
	-0,13	0,82
	-35,59%	-26,65%

Nmat / T		+	Nmzd / T		+	Nost / T	
0,40	0,29		0,06	0,08		0,36	0,53
-0,11	0,74		0,01	1,14		0,17	1,47
66,93%	50,13%		-4,98%	-3,73%		-106,72%	-79,94%

FA / T * 360	
50,59	53,78
3,19	1,06
-1,82%	-1,37%

+	OA / T * 360	
	119,30	101,94
	-17,36	0,85
	9,92%	7,43%

DU / A	
0,14	0,14
0,00	1,02
0,61%	0,45%

+	OD / A	
	0,58	0,45
	-0,13	0,77
	-36,19%	-27,11%

Rozklad - prvočinitele ukazatele		Vliv ukazatele na změnu ROE		pořadí
		vliv absolutní změny (v %)	podíl na absolutní změně (v %)	
úroková náročnost	UR / EBIT	0,32%	0,24%	5
daňová náročnost	t / EBIT	0,34%	0,26%	4
krytí úroků	EBIT / EBT	-0,26%	-0,20%	6
materiálová nákladovost	Nmat / T	66,93%	50,13%	1
mzdová nákladovost	Nmzd / T	-4,98%	-3,73%	8
ostatní nákladovost	Nost / T	-106,72%	-79,94%	10
doba obratu FA	FA / T * 360	-1,82%	-1,37%	7
doba obratu OA	OA / T * 360	9,92%	7,43%	2
zadluženost DU	DU / A	0,61%	0,45%	3
zadluženost OD	OD / A	-36,19%	-27,11%	9
Suma		-71,86%	-53,82%	

Rozklad - 1. úroveň ukazatele			Vliv ukazatele na změnu ROE		pořadí
			vliv absolutní změny (v %)	podíl na absolutní změně (v %)	
ziskovost		EAT / EBIT	0,66%	0,49%	2
úrokové krytí		EBIT / EBT	-0,26%	-0,20%	3
provozní rentabilita tržeb		EBIT / T	-44,77%	-33,53%	5
obrat aktiv		T / A	8,10%	6,07%	1
finanční páka		A / VK	-35,59%	-26,65%	4
Suma			-71,86%	-53,82%	

## Plánovaný výkaz zisku a ztráty BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 - 2015

Radek výkazu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I.Tržby za prodej zboží	247 947 576	235 550 198	248 659 412	258 575 525	268 594 462	286 756 624
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	199 709 089	189 723 634	200 282 436	208 269 358	216 339 099	230 967 791
+ Obchodní marže	48 238 488	45 826 563	48 376 976	50 306 167	52 255 363	55 788 833
II. Výkony	5 993 346 798	5 693 679 458	6 010 553 166	6 250 243 771	6 492 419 820	6 931 432 509
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 797 799 738	5 507 909 751	5 814 444 707	6 046 314 841	6 280 589 326	6 705 278 192
II.2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-105 200 233	-99 940 222	-105 502 254	-109 709 504	-113 960 380	-121 666 298
II.3. Aktivace	300 747 293	285 709 928	301 610 712	313 638 432	325 790 873	347 820 614
B. Výkonová spotřeba	3 524 705 068	3 348 469 814	3 534 824 184	3 675 786 941	3 818 211 395	4 076 396 063
B.1. Spotřeba materiálu a energie	2 741 283 221	2 604 219 060	2 749 153 202	2 858 784 741	2 969 553 091	3 170 352 104
B.2. Služby	783 421 846	744 250 754	785 670 981	817 002 199	848 658 303	906 043 958
+ Přidaná hodnota	2 516 880 218	2 391 036 207	2 524 105 958	2 624 762 997	2 726 463 788	2 910 825 279
C. Osobní náklady	756 300 656	718 485 623	758 471 928	788 718 494	819 278 699	874 677 726
C.1. Mzdové náklady	587 479 994	558 105 994	589 166 597	612 661 556	636 400 143	679 433 056
C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1 691 354	1 606 786	1 696 209	1 763 851	1 832 195	1 956 086
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	155 287 225	147 522 864	155 733 041	161 943 409	168 218 175	179 592 965
C.4. Sociální náklady	11 842 083	11 249 979	11 876 080	12 349 678	12 828 187	13 695 619
D. Daně a poplatky	2 640 299	2 508 284	2 647 879	2 753 472	2 860 160	3 053 562
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	133 423 471	126 752 297	133 806 518	139 142 493	144 533 800	154 307 070
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	237 800 140	225 910 133	238 482 843	247 993 132	257 602 036	275 020 898
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 097 273	1 992 409	2 103 294	2 187 170	2 271 915	2 425 540
III.2. Tržby z prodeje materiálu	235 702 866	223 917 722	236 379 548	245 805 961	255 330 120	272 595 356
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	268 664 621	255 231 390	269 435 933	280 180 578	291 036 639	310 716 324
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 648 213	1 565 803	1 652 945	1 718 862	1 785 462	1 906 194
F.2. Prodaný materiál	267 016 407	253 665 587	267 782 988	278 461 716	289 251 177	308 810 130
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-125 139 514	-118 882 538	-125 498 778	-130 503 455	-135 560 028	-144 726 498
IV. Ostatní provozní výnosy	35 600 290	33 820 276	35 702 495	37 126 250	38 564 768	41 172 490
H. Ostatní provozní náklady	199 044 650	189 092 417	199 616 089	207 576 438	215 619 331	230 199 353
* Provozní výsledek hospodaření	1 555 346 465	1 477 579 142	1 559 811 727	1 622 014 357	1 684 861 991	1 798 791 129
VI. Tržby za prodej cenných papírů a podílů	2 172 767 900	2 064 129 505	2 179 005 724	2 265 900 755	2 353 696 833	2 512 852 095
J. Prodané cenné papíry a podíly	2 172 769 984	2 064 131 485	2 179 007 814	2 265 902 928	2 353 699 090	2 512 854 505
VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	1 716 618	1 630 788	1 721 547	1 790 199	1 859 563	1 985 306
IX. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	132 747 491	126 110 116	133 128 597	138 437 538	143 801 530	153 525 285
L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	432 631 181	410 999 622	433 873 227	451 175 351	468 656 888	500 347 124
X. Výnosové úroky	7 778 746	7 389 808	7 801 078	8 112 171	8 426 491	8 996 284
N. Nákladové úroky	34 798 432	33 058 510	34 898 335	36 290 021	37 696 138	40 245 123
XI. Ostatní finanční výnosy	470 623 818	447 092 627	471 974 937	490 796 493	509 813 216	544 286 413
O. Ostatní finanční náklady	462 651 258	439 518 695	463 979 489	482 482 199	501 176 771	535 065 979
* Finanční výsledek hospodaření	-317 216 282	-301 355 468	-318 126 981	-330 813 343	-343 631 254	-366 867 348
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	235 244 735	223 482 498	235 920 102	245 328 193	254 833 840	272 065 518
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	1 238 130 184	1 176 223 675	1 241 684 746	1 291 201 015	1 341 230 737	1 431 923 781

### Plánovaný výkaz peněžních toků BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 – 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finanční majetek - na počátku období	782 210 083	915 972 329	716 995 283	696 328 502	678 841 287	654 901 403
HV za účetní období	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
Odpisy DHM	133 423 471	126 752 297	133 806 518	139 142 493	144 533 800	154 307 070
Časové rozlišení nákladů a příjmů	-6 449 134	3 253 881	-3 440 713	-2 602 635	-2 629 623	-4 766 936
Změna stavu zásob	-68 390 474	34 506 103	-36 487 382	-27 599 900	-27 886 094	-50 551 445
Změna stavu pohledávek	-106 542 547	53 755 558	-56 842 106	-42 996 685	-43 442 534	-78 751 898
Změna stavu závazků	170 162 616	-85 854 774	90 784 403	68 671 423	69 383 504	125 777 255
Změna stavu rezerv	7 851 547	-3 961 463	4 188 923	3 168 598	3 201 455	5 803 543
Cash Flow z provozní činnosti	1 132 940 928	1 081 192 778	1 137 774 286	1 183 656 117	1 229 557 404	1 311 675 851
Změna stavu dlouhodobého majetku = investice	-216 931 960	-216 106 381	-270 390 617	-244 312 250	-257 065 440	-274 715 924
Cash Flow z investičních aktivit	-216 931 960	-216 106 381	-270 390 617	-244 312 250	-257 065 440	-274 715 924
Změna bankovních úvěrů	55 000 000	-27 750 000	29 343 356	22 195 993	22 426 152	40 653 753
HV účetního období	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
Změna stavu kapitálu	165 638 727	-83 572 267	88 370 838	66 845 747	67 538 896	122 433 381
Cash-Flow z finančních aktivit	-782 246 722	-1 064 063 443	-888 050 450	-956 831 082	-996 431 849	-996 771 128
CASH FLOW	133 762 246	-198 977 046	-20 666 781	-17 487 215	-23 939 884	40 188 798
Finanční majetek - na konci období	915 972 329	716 995 283	696 328 502	678 841 287	654 901 403	695 090 201

## Plánovaná rozvaha BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 – 2015 – aktiva

Radek vykazu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	4 022 770 074	3 821 631 570	4 034 319 090	4 195 200 852	4 357 750 859	4 652 418 791
B. Dlouhodobý majetek	1 276 486 913	1 365 840 997	1 502 425 097	1 607 594 854	1 720 126 494	1 840 535 348
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	63 375 662	67 811 959	74 593 155	79 814 675	85 401 703	91 379 822
B.I.3. Software	20 400 604	21 828 646	24 011 511	25 692 317	27 490 779	29 415 133
B.I.4. Ocenitelná práva	1 834 547	1 962 965	2 159 262	2 310 410	2 472 139	2 645 189
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 539 940	1 647 736	1 812 509	1 939 385	2 075 142	2 220 402
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	39 263 300	42 011 731	46 212 904	49 447 807	52 909 154	56 612 795
B.I.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	337 272	360 881	396 969	424 757	454 489	486 304
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	1 210 706 765	1 295 456 239	1 425 001 863	1 524 751 993	1 631 484 633	1 745 688 557
B.II.1. Pozemky	44 169 142	47 260 982	51 987 080	55 626 176	59 520 008	63 686 409
B.II.2. Stavby	476 173 089	509 505 205	560 455 726	599 687 627	641 665 760	686 582 364
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	569 917 862	609 812 112	670 793 324	717 748 856	767 991 276	821 750 666
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	454 683	486 511	535 162	572 624	612 707	655 597
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	43 306 720	46 338 190	50 972 009	54 540 050	58 357 853	62 442 903
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	36 871 200	39 452 184	43 397 402	46 435 220	49 685 685	53 163 683
B.II.9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	39 814 070	42 601 055	46 861 160	50 141 441	53 651 342	57 406 936
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	2 404 486	2 572 800	2 830 080	3 028 186	3 240 159	3 466 970
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	2 140 000	2 289 800	2 518 780	2 695 095	2 883 751	3 085 614
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	264 486	283 000	311 300	333 091	356 407	381 356
C. Oběžná aktiva	2 681 205 536	2 393 966 830	2 466 629 537	2 519 738 907	2 567 127 651	2 736 619 792
C.I. Zásoby	690 122 056	655 615 953	692 103 335	719 703 235	747 589 329	798 140 774
C.I.1. Materiál	215 268 772	204 505 333	215 886 790	224 495 986	233 194 455	248 962 894
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	373 351 816	354 684 225	374 423 675	389 355 053	404 441 259	431 789 282
C.I.3. Výrobky	93 955 065	89 257 312	94 224 802	97 982 326	101 778 814	108 661 023
C.I.5. Zboží	7 546 403	7 169 083	7 568 068	7 869 869	8 174 801	8 727 575
C.II. Dlouhodobé pohledávky	41 948 064	39 850 661	42 068 494	43 746 113	45 441 129	48 513 825
C.II.5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	297 772	282 883	298 627	310 536	322 568	344 380
C.II.7. Jiné pohledávky	6 207 130	5 896 773	6 224 950	6 473 190	6 724 004	7 178 677
C.II.8. Odložená daňová pohledávka	35 443 163	33 671 005	35 544 917	36 962 388	38 394 557	40 990 769
C.III. Krátkodobé pohledávky	1 033 163 087	981 504 933	1 036 129 207	1 077 448 272	1 119 195 790	1 194 874 993
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	875 919 819	832 123 828	878 434 507	913 464 976	948 858 690	1 013 019 822
C.III.6. Stát - daňové pohledávky	74 258 568	70 545 639	74 471 757	77 441 564	80 442 166	85 881 606
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	61 425 851	58 354 559	61 602 199	64 058 790	66 540 854	71 040 298
C.III.8. Dohadné účty aktivní	5 891 587	5 597 008	5 908 501	6 144 122	6 382 187	6 813 745
C.III.9. Jiné pohledávky	15 667 263	14 883 900	15 712 242	16 338 820	16 971 894	18 119 521
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	915 972 329	716 995 283	696 328 502	678 841 287	654 901 403	695 090 201
C.IV.1. Peníze	641 181	501 897	487 430	475 189	458 431	486 563
C.IV.2. Účty v bankách	318 300 384	249 155 861	241 974 154	235 897 347	227 578 238	241 543 845
C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	597 030 764	467 337 525	453 866 917	442 468 751	426 864 734	453 059 793
D.I. Časové rozlišení	65 077 624	61 823 743	65 264 456	67 867 091	70 496 714	75 263 651
D.I.1. Náklady příštích období	65 012 547	61 761 919	65 199 192	67 799 224	70 426 218	75 188 387
D.I.3. Příjmy příštích období	65 078	61 824	65 264	67 867	70 497	75 264

### Plánovaná rozvaha BONATRANS GROUP, a. s. v letech 2010 – 2015 – pasiva

Radek vykazu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	4 022 770 074	3 821 631 570	4 034 319 090	4 195 200 852	4 357 750 859	4 652 418 791
A. Vlastní kapitál	1 671 445 337	1 587 873 071	1 676 243 909	1 743 089 656	1 810 628 552	1 933 061 933
A.I. Základní kapitál	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
A.I.1. Základní kapitál	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
A.II. Kapitálové fondy	-405 550 610	-385 573 080	-406 697 684	-422 676 824	-438 821 658	-468 088 743
A.II.3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-405 550 610	-385 573 080	-406 697 684	-422 676 824	-438 821 658	-468 088 743
A.III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	56 832 000	53 990 400	56 995 160	59 268 029	61 564 467	65 727 412
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1 332 000	1 265 400	1 335 824	1 389 094	1 442 917	1 540 486
A.III.2. Statutární a ostatní fondy	55 500 000	52 725 000	55 659 336	57 878 935	60 121 550	64 186 925
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	1 011 278 499	960 714 574	1 014 181 790	1 054 625 629	1 095 488 846	1 169 565 002
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	1 011 278 499	960 714 574	1 014 181 790	1 054 625 629	1 095 488 846	1 169 565 002
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	1 002 885 449	952 741 176	1 005 764 644	1 045 872 822	1 086 396 897	1 159 858 262
B. Cizí zdroje	2 351 324 736	2 233 758 499	2 358 075 181	2 452 111 196	2 547 122 307	2 719 356 858
B.I. Rezervy	79 229 251	75 267 789	79 456 712	82 625 310	85 826 764	91 630 307
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	43 947 638	41 750 256	44 073 808	45 831 396	47 607 210	50 826 375
B.I.4. Ostatní rezervy	35 281 613	33 517 532	35 382 903	36 793 913	38 219 554	40 803 933
B.II. Dlouhodobé závazky	632 352 256	600 734 643	634 167 684	659 457 209	685 008 971	731 328 777
B.II.9. Jiné závazky	632 352 256	600 734 643	634 167 684	659 457 209	685 008 971	731 328 777
B.III. Krátkodobé závazky	1 084 743 229	1 030 506 067	1 087 857 430	1 131 239 329	1 175 071 070	1 254 528 518
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	610 322 906	579 806 760	612 075 089	636 483 599	661 145 210	705 851 367
B.III.5. Závazky k zaměstnancům	162 650 964	154 518 416	163 117 921	169 622 785	176 195 101	188 109 285
B.III.6. Závazky za sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	17 148 787	16 291 348	17 198 020	17 883 848	18 576 787	19 832 936
B.III.7. Stát - daňové závazky a dotace	6 469 654	6 146 171	6 488 228	6 746 967	7 008 390	7 482 292
B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy	36 168 423	34 360 002	36 272 260	37 718 736	39 180 211	41 829 548
B.III.10. Dohadné účty pasivní	29 719 943	28 233 946	29 805 266	30 993 850	32 194 758	34 371 744
B.III.11. Jiné závazky	222 262 551	211 149 423	222 900 647	231 789 544	240 770 614	257 051 348
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	555 000 000	527 250 000	556 593 356	578 789 349	601 215 501	641 869 255



### Citlivostní analýza změn parametrů v rámci metody DCF-Entity

Tab. 1: Citlivostní analýza na faktor FCFF

	-0,06	-0,04	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,06
FCFF 2010	746 439 558	762 321 251	778 202 943	794 084 636	809 966 329	825 848 022	841 729 714
FCFF 2011	909 545 546	928 897 579	948 249 611	967 601 644	986 953 677	1 006 305 710	1 025 657 743
FCFF 2012	766 630 849	782 942 144	799 253 438	815 564 733	831 876 028	848 187 322	864 498 617
FCFF 2013	853 669 870	871 833 059	889 996 248	908 159 436	926 322 625	944 485 814	962 649 002
FCFF 2014	885 309 219	904 145 586	922 981 952	941 818 318	960 654 685	979 491 051	998 327 418
FCFF 2015	901 086 36	920 258 411	939 430 461	958 602 511	977 774 561	996 946 612	1 016 118 662
<b>Hodnota podniku</b>	<b>7 493 710 420</b>	<b>7 653 151 067</b>	<b>7 812 591 714</b>	<b>7 972 032 361</b>	<b>8 131 473 009</b>	<b>8 290 913 656</b>	<b>8 450 354 303</b>
Změna	-6,00 %	-4,00 %	-2,00 %	-	2,00 %	4,00 %	6,00 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 2: Citlivostní analýza na faktor WACC

	-0,06	-0,04	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,06
WACC 2010	0,0990	0,1011	0,1032	0,1053	0,1074	0,1095	0,1116
WACC 2011	0,1072	0,1095	0,1118	0,1141	0,1164	0,1186	0,1209
WACC 2012	0,1077	0,1100	0,1123	0,1146	0,1169	0,1192	0,1215
WACC 2013	0,1088	0,1111	0,1135	0,1158	0,1181	0,1204	0,1227
WACC 2014	0,1108	0,1132	0,1155	0,1179	0,1203	0,1226	0,1250
WACC 2015	0,1106	0,1129	0,1153	0,1176	0,1200	0,1223	0,1247
<b>Hodnota podniku</b>	<b>8 490 633 841</b>	<b>8 310 542 013</b>	<b>8 300 578 751</b>	<b>7 972 032 361</b>	<b>7 969 019 808</b>	<b>7 659 642 464</b>	<b>7 512 318 287</b>
Změna	6,51 %	4,25 %	4,12%	-	-0,04%	-3,92 %	-5,77 %

Zdroj: Vlastní výpočty

**Faktory pro zpracování citlivostní analýzy FCFF**

Tab. 3: Vstupní údaje

	1. fáze					2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
T	6 045 747 314	5 743 459 949	6 063 104 119	6 304 890 366	6 549 183 788	6 992 034 816
NBOUr	4 639 395 228	4 407 425 466	4 652 714 520	4 838 256 837	5 025 723 113	5 365 558 842
ODP	133 423 471	126 752 297	133 806 518	139 142 493	144 533 800	154 307 070
Ur	34 798 432	33 058 510	34 898 335	36 290 021	37 696 138	40 245 123
$\Delta$ ČPK	153 479 053	-77 437 159	81 883 463	61 938 546	62 580 811	113 445 447
INV	216 931 960	216 106 381	270 390 617	244 312 250	257 065 440	274 715 924
FCFF	794 084 636	967 601 644	815 564 733	908 159 436	941 818 318	958 602 511
T-NBOUr-ODP	1 272 928 616	1 209 282 185	1 276 583 081	1 327 491 036	1 378 926 875	1 472 168 904
RA = WACC	0,1053	0,1141	0,1146	0,1158	0,1179	0,1176
Sazba daně	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19

Zdroj: Vlastní výpočty

**Konkrétní hodnoty podniku při změnách jednotlivých faktorů FCFF**

Tab. 4: Hodnoty podniku při změně tržeb o dané procento

	1 fáze					2. fáze	Hodnota firmy
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
-0,06	452 596 589	554 694 083	376 177 463	388 256 160	357 129 228	3 072 410 189	5 201 263 711
-0,04	541 205 900	629 658 893	447 110 773	454 158 487	417 896 766	3 634 822 442	6 124 853 261
-0,02	629 815 211	704 623 704	518 044 084	520 060 815	478 664 303	4 197 234 695	7 048 442 811
1	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	4 759 646 948	<b>7 972 032 361</b>
0,02	807 033 834	854 553 324	659 910 705	651 865 470	600 199 378	5 322 059 201	8 895 621 911
0,04	895 643 145	929 518 134	730 844 016	717 767 798	660 966 915	5 884 471 454	9 819 211 461
0,06	984 252 456	1 004 482 944	801 777 327	783 670 125	721 734 452	6 446 883 707	10 742 801 011

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 5: Hodnoty podniku při změně nákladů bez odpisů a úroků o dané procento

	1 fáze					2. fáze	Hodnota firmy
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
-0,06	922 415 987	952 168 361	752 276 146	737 679 842	679 327 510	6 054 401 386	10 098 269 232
-0,04	854 418 832	894 641 745	697 843 229	687 107 609	632 695 620	5 622 816 573	9 389 523 609
-0,02	786 421 677	837 115 129	643 410 312	636 535 376	586 063 730	5 191 231 761	8 680 777 985
1	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	4 759 646 948	<b>7 972 032 361</b>
0,02	650 427 368	722 061 898	534 544 478	535 390 909	492 799 950	4 328 062 135	7 263 286 738
0,04	582 430 213	664 535 282	480 111 560	484 818 676	446 168 061	3 896 477 322	6 554 541 114
0,06	514 433 058	607 008 667	425 678 643	434 246 442	399 536 171	3 464 892 509	5 845 795 490

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 6: Hodnoty podniku při změně odpisů o dané procento

	1 fáze					2. fáze	Hodnota firmy
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
-0,06	717 048 418	778 424 309	587 875 799	584 939 678	538 488 119	4 750 912 673	7 957 688 995
-0,04	717 507 119	778 812 377	588 242 997	585 280 833	538 802 693	4 753 824 098	7 962 470 117
-0,02	717 965 821	779 200 445	588 610 196	585 621 988	539 117 266	4 756 735 523	7 967 251 239
1	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	4 759 646 948	<b>7 972 032 361</b>
0,02	718 883 224	779 976 582	589 344 593	586 304 297	539 746 414	4 762 558 373	7 976 813 483
0,04	719 341 925	780 364 651	589 711 792	586 645 452	540 060 988	4 765 469 798	7 981 594 606
0,06	719 800 627	780 752 719	590 078 991	586 986 607	540 375 561	4 768 381 223	7 986 375 728

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 7: Hodnoty podniku při změně čistého pracovního kapitálu o dané procento

	1 fáze					2. fáze	Hodnota firmy
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
-0,06	726 755 860	775 845 086	592 525 428	588 360 984	541 582 451	4 793 443 663	8 018 513 471
-0,04	723 978 747	777 092 895	591 342 750	587 561 703	540 865 581	4 782 178 091	8 003 019 768
-0,02	721 201 635	778 340 704	590 160 072	586 762 423	540 148 711	4 770 912 520	7 987 526 065
1	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	4 759 646 948	<b>7 972 032 361</b>
0,02	715 647 410	780 836 323	587 794 717	585 163 862	538 714 970	4 748 381 376	7 956 538 658
0,04	712 870 298	782 084 132	586 612 039	584 364 582	537 998 100	4 737 115 804	7 941 044 955
0,06	710 093 185	783 331 942	585 429 362	583 565 301	537 281 229	4 725 850 232	7 925 551 251

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 8: Hodnoty podniku při změně investic o dané procento

	1 fáze					2. fáze	Hodnota firmy
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
-0,06	730 200 288	790 035 419	600 693 494	595 421 260	548 265 982	4 841 488 011	8 106 104 455
-0,04	726 275 033	786 553 118	596 788 128	592 268 554	545 321 268	4 814 207 657	8 061 413 757
-0,02	722 349 777	783 070 816	592 882 761	589 115 848	542 376 554	4 786 927 302	8 016 723 059
1	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	4 759 646 948	<b>7 972 032 361</b>
0,02	714 499 267	776 106 212	585 072 028	582 810 437	536 487 126	4 732 366 593	7 927 341 663
0,04	710 574 012	772 623 910	581 166 662	579 657 731	533 542 412	4 705 086 239	7 882 650 966
0,06	706 648 757	769 141 608	577 261 295	576 505 025	530 597 698	4 677 805 885	7 837 960 268

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 9: Hodnoty podniku při změně daňové sazby o dané procento

	1 fáze					2. fáze	Hodnota firmy
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
-0,06	731 553 269	790 695 631	599 487 187	595 727 522	548 435 427	4 842 976 427	8 108 875 462
-0,04	727 177 020	786 993 258	595 983 923	592 472 729	545 434 231	4 815 199 934	8 063 261 095
-0,02	722 800 771	783 290 886	592 480 659	589 217 936	542 433 036	4 787 423 441	8 017 646 728
1	718 424 522	779 588 514	588 977 395	585 963 142	539 431 840	4 759 646 948	<b>7 972 032 361</b>
0,02	714 048 274	775 886 141	585 474 131	582 708 349	536 430 645	4 731 870 455	7 926 417 995
0,04	709 672 025	772 183 769	581 970 867	579 453 556	533 429 449	4 704 093 961	7 880 803 628
0,06	705 295 776	768 481 397	578 467 603	576 198 763	530 428 254	4 676 317 468	7 835 189 261

Zdroj: Vlastní výpočty

## Citlivostní analýza změn parametrů v rámci metody EVA-Entity

Tab. 10: Hodnoty podniku při změně NOPAT o dané procento

NOPAT	-0,06	-0,04	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,06
EVA 2010	671 671 750	692 293 193	712 914 637	733 536 080	754 157 524	774 778 968	795 400 411
EVA 2011	597 091 510	616 681 881	636 272 253	655 862 624	675 452 995	695 043 367	714 633 738
EVA 2012	621 809 884	642 490 530	663 171 176	683 851 822	704 532 468	725 213 114	745 893 760
EVA 2013	637 671 373	659 176 728	680 682 083	702 187 437	723 692 792	745 198 147	766 703 502
EVA 2014	649 282 544	671 621 159	693 959 774	716 298 390	738 637 005	760 975 621	783 314 236
EVA 2015	693 668 996	717 518 132	741 367 268	765 216 404	789 065 541	812 914 677	836 763 813
<b>Hodnota podniku</b>	<b>8 353 562 225</b>	<b>8 548 023 473</b>	<b>8 742 484 720</b>	<b>8 936 945 968</b>	<b>9 131 407 216</b>	<b>9 325 868 464</b>	<b>9 520 329 712</b>
Změna	-6,53%	-4,35%	-2,18%	-	2,18%	4,35%	6,53%

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 11: Hodnoty podniku při změně NOA o dané procento

	-0,06	-0,04	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,06
EVA 2010	751 388 246	745 437 524	739 486 802	733 536 080	727 585 358	721 634 637	715 683 915
EVA 2011	675 281 981	668 808 862	662 335 743	655 862 624	649 389 505	642 916 386	636 443 267
EVA 2012	704 862 650	697 859 041	690 855 431	683 851 822	676 848 212	669 844 603	662 840 993
EVA 2013	724 572 255	717 110 649	709 649 043	702 187 437	694 725 831	687 264 225	679 802 619
EVA 2014	740 336 333	732 323 685	724 311 037	716 298 390	708 285 742	700 273 095	692 260 447
EVA 2015	790 850 829	782 306 021	773 761 213	765 216 404	756 671 596	748 126 788	739 581 980
<b>Hodnota podniku</b>	<b>9 139 407 507</b>	<b>9 071 920 327</b>	<b>9 004 433 148</b>	<b>8 936 945 968</b>	<b>8 869 458 789</b>	<b>8 801 971 610</b>	<b>8 734 484 430</b>
Změna	2,27%	1,51%	0,76%	-	-0,76%	-1,51%	-2,27%

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. 12: Hodnoty podniku při změně WACC o dané procento

	-0,06	-0,04	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,06
EVA 2010	751 388 246	745 437 524	739 486 802	733 536 080	727 585 358	721 634 637	715 683 915
EVA 2011	675 281 981	668 808 862	662 335 743	655 862 624	649 389 505	642 916 386	636 443 267
EVA 2012	704 862 650	697 859 041	690 855 431	683 851 822	676 848 212	669 844 603	662 840 993
EVA 2013	724 572 255	717 110 649	709 649 043	702 187 437	694 725 831	687 264 225	679 802 619
EVA 2014	740 336 333	732 323 685	724 311 037	716 298 390	708 285 742	700 273 095	692 260 447
EVA 2015	790 850 829	782 306 021	773 761 213	765 216 404	756 671 596	748 126 788	739 581 980
<b>Hodnota podniku</b>	<b>9 565 881 025</b>	<b>9 347 295 305</b>	<b>9 137 833 557</b>	<b>8 936 945 968</b>	<b>8 744 125 877</b>	<b>8 558 905 617</b>	<b>8 380 852 845</b>
Změna	7,04%	4,59%	2,25%	-	-2,16%	-4,23%	-6,22%

Zdroj: Vlastní výpočty